

BELGISCHE SENAAAT

ZITTING 1995-1996

22 MEI 1996

**Problematiek van de prudentiële
controle inzake financiële instrumenten**

VERSLAG

NAMENS DE COMMISSIE
VOOR DE FINANCIËN
EN DE ECONOMISCHE
AANGELEGENHEDEN
UITGEBRACHT
DOOR DE HEER **COENE**

Aan de werkzaamheden van de commissie hebben deelgenomen:

1. Vaste leden: de heren Hatry, voorzitter; Bock, Ph. Charlier, D'Hooghe, Hotyat, Moens, Santkin, mevr. Van der Wildt, de heer Weyts, mevr. Willame-Boonen en de heer Coene, rapporteur.

2. Plaatsvervangers: de dames Bribosia-Picard, Nelis-Van Liedekerke en de heer Vergote.

SÉNAT DE BELGIQUE

SESSION DE 1995-1996

22 MAI 1996

**Problématique du contrôle prudentiel
en matière de valeurs mobilières**

RAPPORT

FAIT AU NOM
DE LA COMMISSION
DES FINANCES
ET DES AFFAIRES
ÉCONOMIQUES
PAR M. **COENE**

Ont participé aux travaux de la commission:

1. Membres effectifs: MM. Hatry, président; Bock, Ph. Charlier, D'Hooghe, Hotyat, Moens, Santkin, Mme Van der Wildt, de heer Weyts, Mme Willame-Boonen et M. Coene, rapporteur.

2. Membres suppléants: Mmes Bribosia-Picard, Nelis-Van Liedekerke et M. Vergote.

INHOUD

SOMMAIRE

INHOUD	Blz.	SOMMAIRE	Pages
—————	—	—————	—
Inleiding door de heer P. Hatry, voorzitter van de Commissie voor de Financiën en de Economische Aangelegenheden	3	Exposé introductif de M. Hatry, président de la Commission des Finances et des Affaires économiques	3
I. Hoorzitting van 24 januari 1996	4	I. Audition du 24 janvier 1996	4
A. Uiteenzetting door de heer Brouhns, voorzitter van het Comité van het Rentenfonds	4	A. Exposé de M. Brouhns, président du comité du Fonds des rentes	4
B. Uiteenzetting door de heer Schmitt, directeur generaal van Belfox	18	B. Exposé de M. Schmitt, directeur général de Belfox	18
C. Uiteenzetting door de heer Lefebvre, voorzitter van het directiecomité van de Effectenbeursvennootschap van Brussel	25	C. Exposé de M. Lefebvre, président du comité de direction de la Société de la Bourse des valeurs mobilières de Bruxelles	25
D. Uiteenzetting door de heer Duplat, voorzitter van de Commissie voor het Bank- en Financie- wezen	33	D. Exposé de M. Duplat, président de la Commis- sion bancaire et financière	33
E. Uiteenzetting door de heer F. Hendrickx, voorzitter van het directiecomité van de Effec- tenbeursvennootschap van Antwerpen	37	E. Exposé de M. F. Hendrickx, président du comité de direction de la Société de la Bourse des valeurs mobilières d'Anvers	37
II. Hoorzitting van 28 februari 1996	43	II. Audition du 28 février 1996	43
A. De Belgische Vereniging van Banken	43	A. L'Association belge des banques	43
A.1. Uiteenzetting door de heer Martin	43	A.1. Exposé de M. Martin	43
A.2. Uiteenzetting door de heer Bergen	48	A.2. Exposé de M. Bergen	48
B. De raad van bestuur van de Effectenbeurs- vennootschappen	54	B. Conseil d'administration des Sociétés de la Bourse des valeurs mobilières	54
B.1. Uiteenzetting door de heer Cooreman, voorzitter van de raad van bestuur van de Effectenbeursvennootschap van Brussel	54	B.1. Exposé de M. Cooreman, président du conseil d'administration de la Société de la Bourse des valeurs mobilières de Bruxelles	54
B.2. Uiteenzetting door de heer Corluy, voor- zitter van de raad van bestuur van de Ef- fectenbeursvennootschap van Antwerpen	56	B.2. Exposé de M. Corluy, président du conseil d'administration de la Bourse des valeurs mobilières d'Anvers	56
III. Bijlagen	62	III. Annexes	62

De Commissie voor de Financiën en de Economische Aangelegenheden besliste om een reeks hoorzittingen te wijden aan de problematiek van de prudentiële controle inzake financiële instrumenten.

Tijdens de eerste hoorzitting, die plaats vond op 24 januari 1996, heeft de Commissie de uiteenzettingen gehoord van de heer Lefebvre, voorzitter van het directiecomité van de Effectenbeursvennootschap van Brussel, de heer Hendrickx, voorzitter van het directiecomité van de Effectenbeursvennootschap van Antwerpen, de heer Brouhns, voorzitter van het Comité van het Rentenfonds, de heer Schmitt, directeur-generaal van Belfox en de heer Duplat, voorzitter van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen.

Op 28 februari 1996 werd het woord verleend aan de heer Cooreman, voorzitter van de raad van bestuur van de Effectenbeursvennootschap van Brussel, de heer Corluy, voorzitter van de raad van bestuur van de Effectenbeursvennootschap van Antwerpen en de heren Bergen en Martin, vertegenwoordigers van de Belgische Vereniging van Banken.

Beide hoorzittingen werden gevolgd door een gedachtenwisseling met de leden van de Commissie.

INLEIDING DOOR DE HEER HATRY, VOORZITTER VAN DE COMMISSIE VOOR DE FINANCIËN EN DE ECONOMISCHE AANGELEGENHEDEN

Deze hoorzittingen hebben tot doel de problemen te onderzoeken waarmee de nieuwe autoriteiten worden geconfronteerd bij de uitoefening hun taak gelet op de nieuwe bepalingen van de wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs.

Een tiental jaren geleden paste de Brusselse effectenbeurs een regeling toe waarbij het hele toezicht in feite werd overgedragen aan de beurscommissie.

Naar aanleiding van de eerste «*big bang*» van 1990 (de wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten) heeft men evenwel gemeend dat de beurscommissie zo dichtbij haar leden stond dat zij bezwaarlijk als prudentieel orgaan kon optreden om toe te zien op de kwaliteit van de werking van de markt. Bijgevolg was de beurscommissie niet onafhankelijk genoeg om die taak te vervullen en daarom is de prudentiële controle overgegaan naar de Commissie voor het Bank- en Financiewezen.

Nu de regeling een aantal jaren is toegepast, is er een nieuwe formule uitgewerkt.

De beurscommissie neemt samen met haar directiecomité het eerstelijnstoezicht op de markt over. De Commissie voor het Bank- en Financiewezen voert

La Commission des Finances et des Affaires économiques a décidé de consacrer une série d'auditions au problème du contrôle prudentiel en matière d'instruments financiers.

Au cours de la première audition, qui a eu lieu le 24 janvier 1996, la commission a entendu les exposés de M. Lefebvre, président du comité de direction de la Société de la Bourse des valeurs mobilières de Bruxelles, de M. Hendrickx, président du comité de direction de la Société de la Bourse des valeurs mobilières d'Anvers, de M. Brouhns, président du comité du Fonds des rentes, de M. Schmitt, directeur général de Belfox, et de M. Duplat, président de la Commission bancaire et financière.

Le 28 février 1996, la parole a été donnée à M. Cooreman, président du conseil d'administration de la Société de la Bourse des valeurs mobilières de Bruxelles, à M. Corluy, président du conseil d'administration de la Société de la Bourse des valeurs mobilières d'Anvers, et à MM. Bergen et Martin, représentants de l'Association belge des banques.

Ces deux auditions ont été suivies d'un échange de vues avec les commissaires.

EXPOSÉ INTRODUCTIF DE M. HATRY, PRÉSIDENT DE LA COMMISSION DES FINANCES ET DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES

Le but des auditions est d'examiner les problèmes qui se posent dans l'exercice des fonctions des nouvelles autorités vu les données nouvelles de la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements.

La bourse de valeurs mobilières de Bruxelles avait, il y a une dizaine d'années, un système qui déléguait en fait le contrôle dans tous ses aspects à la commission de la bourse.

Cependant, au moment du premier «*big bang*» de 1990 (la loi du 4 décembre 1990 sur les transactions financières et les marchés financiers), on a estimé que la proximité de la commission de la bourse, par rapport à ses membres, était telle qu'elle ne pouvait que très difficilement jouer le rôle d'organe prudentiel, chargé de veiller à la qualité du fonctionnement du marché. Par conséquent, son indépendance n'était pas suffisante pour jouer ce rôle, d'où le passage du contrôle prudentiel à la Commission bancaire et financière.

Après quelques années de fonctionnement du système, une nouvelle formule a été mise en place.

La commission de la bourse, dotée d'un comité de direction, reprend le contrôle de première ligne du marché; la Commission bancaire et financière n'étant

voortaan slechts een aanvullend toezicht uit, dat evenwel zeer belangrijk blijft onder meer wanneer op een hoger niveau opgetreden moet worden.

De commissieleden zullen overigens opmerken dat bij de huidige stand van zaken alle vormen van prudentiële controle gelijklopen.

Tijdens de hoorzittingen wordt de problematiek van de prudentiële controle onder de loep genomen in de verschillende takken van financiële activiteit die de uiteenlopende vormen van de Belgische markt kenmerken.

Tijdens de eerste zitting van 24 januari 1996 hebben de «controlerende» autoriteiten hun standpunt toegelicht inzake de problematiek van de prudentiële controle op effecten.

De tweede zitting van 28 februari 1996 wilde de «gecontroleerden» de kans bieden hun stem te laten horen over dezelfde problematiek. De nieuwe directiecomités, die nu los staan van het beroep, zijn opnieuw bevoegd voor de eerstelijnscontrole. Ook al verleent men aan de nieuwe instellingen een ruimere onafhankelijkheid, toch neemt dat niet weg dat er vaker aan zelfcontrole wordt gedaan dan tijdens de eerste jaren na de «big bang».

Tevens heeft de Commissie de wens geuit kennis te nemen van de voorstellen van de genodigden om de Belgische effectenbeurzen tot op zekere hoogte nieuw lezen in te blazen.

Tijdens haar verblijf in april 1996 in New York heeft de commissie de opgedane kennis kunnen aanvullen met informatie over een sedert lange tijd geïntegreerde markt die qua omvang te vergelijken is met de Europese markt.

Tot slot werden er onlangs een aantal voorstellen gedaan om het risicodragend kapitaal in ere te herstellen: de overgang bij erfopvolging beveiligen, de autonomie van de gezinsbedrijven tegenover de inbrengers van kapitaal beveiligen door de positie van de inbrenger los te koppelen van die van de bedrijfsleiding, ... De Commissie wacht op de voorstellen daaromtrent van de genodigden.

I. HOORZITTING VAN 24 JANUARI 1996

A. Uiteenzetting door de heer Brouhns, Voorzitter van het Comité van het Rentenfonds

Het Comité van het Rentenfonds als marktautoriteit van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten.

plus investie que d'un contrôle de second rang, mais cependant très important, notamment lorsque des interventions à un niveau supérieur s'imposent.

Les membres de la commission noteront d'ailleurs la symétrie dans tous les contrôles prudentiels qui existent à l'heure actuelle.

Au cours des auditions, la problématique du contrôle prudentiel sera abordée dans les différentes branches d'activité financière caractérisant les différentes formes du marché belge.

Pendant la première audition du 24 janvier 1996, les «contrôleurs» ont exposé leur point de vue sur la problématique du contrôle prudentiel en matière de valeurs mobilières.

La deuxième audition, du 28 février 1996, a eu pour but d'entendre l'écho des «contrôles» sur la problématique. Les nouveaux comités exécutifs, devenus indépendants de la profession, se sont vu restituer le pouvoir de contrôle au premier rang. Tout en dotant les nouvelles institutions de plus d'indépendance, ceci n'empêche que le degré d'autocontrôle devient plus fort que celui qui y avait lors des premières années du «big bang».

La commission a également souhaité connaître les propositions des invités pour essayer de revitaliser dans une certaine mesure les bourses belges de valeurs mobilières.

Le séjour de la commission au mois d'avril 1996 à New York a permis de compléter l'information recueillie par l'exemple d'un marché intégré de longue date et d'une importance comparable à l'Europe.

Enfin, dernièrement, plusieurs idées ont été développées sur le redressement du rôle du capital à risque: assurer la transition en cas de succession, assurer une autonomie des entreprises familiales par rapport aux apporteurs de capitaux en dissociant le rôle d'apporteur de capitaux du management de la firme, ... La commission souhaite connaître les propositions des invités à ce sujet.

I. AUDITION DU 24 JANVIER 1996

A. Exposé de M. Brouhns, président du comité du Fonds des rentes

Le comité du Fonds des rentes en tant qu'autorité de marché du marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie.

I. JURIDISCHE ORGANISATIE VAN DE CONTROLE

Hierna wordt de juridische organisatie van het toezicht vóór en na de inwerkingtreding van de wet van 6 april 1995 nader omschreven.

1. Organisatie van het toezicht vanaf de hervorming van 29 januari 1991 tot de inwerkingtreding van de wet van 6 april 1995

Tot begin 1991 bestond er geen specifiek reglementair kader voor de secundaire buiten-beursmarkt van de effecten van de overheidsschuld. Gelet op de verwachte expansie van de buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties en de secundaire markt van de schatkistcertificaten ingevolge de geldmarkthervorming van januari 1991, leek het wenselijk voor die markten een aangepast juridisch kader uit te werken. Dit moest het mogelijk maken de veiligheid van de bemiddelaars en hun cliënten te vergroten, de gebruiken te standaardiseren en een efficiënt systeem voor regeling van geschillen op te zetten. Hieruit konden dan een betere werking en een grotere aantrekkingskracht van die markten worden verwacht.

Beide markten werden om die redenen ingericht als georganiseerde markten, in de zin van (de thans opgeheven) artikelen 67 en volgende van de wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten, waarbij onder meer is voorzien in de aanwijzing door de Koning van een marktautoriteit die belast is met de reglementering van en het toezicht op de markten. Bij een (thans eveneens opgeheven) koninklijk besluit van 27 februari 1991 heeft de Koning de organisatie van de buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties en de secundaire markt van de schatkistcertificaten geregeld. Dit koninklijk besluit bakende de markten af; het regelde de toegang en het verschaft bepaalde categorieën van rechtspersonen het exclusieve recht om er als beroepsbemiddelaars transacties te verrichten; tenslotte reglementeerde het de voorlichting van het publiek omtrent de marktvoorwaarden.

Het koninklijk besluit vertrouwde het reglementeren en het controleren van de markten toe aan de minister van Financiën die deze taken aan het Rentenfonds kon overdragen. Het Fonds werd dan ook met deze opdracht belast krachtens het (thans eveneens opgeheven) ministerieel besluit van 25 juli 1991; wegens zijn jarenlange ervaring met financiële markten, in het bijzonder met de markt van de overheidsobligaties, was het Fonds immers goed geplaatst om deze functies waar te nemen. Het controleren van de naleving van de specifieke verplichtingen die de *primary dealers* hebben onderschreven, bleef onder de eigen bevoegdheid van de minister.

De rechtsbasis voor die bevoegdheid van het Fonds werd bij wet van 23 december 1994 expliciet opgeno-

I. ORGANISATION JURIDIQUE DU CONTRÔLE

Ci-après l'organisation juridique du contrôle avant et après l'entrée en vigueur de la loi du 6 avril 1995 est décrite plus amplement.

1. Organisation du contrôle de la réforme du 29 janvier 1991 jusqu'à l'entrée en vigueur de la loi du 6 avril 1995

Jusqu'au début de 1991, aucun cadre réglementaire spécifique n'existait pour le marché secondaire hors bourse des titres de la dette publique. Compte tenu de la croissance attendue du marché hors bourse des obligations linéaires et du marché secondaire des certificats de trésorerie à la suite de la réforme du 29 janvier 1991, il était apparu souhaitable d'élaborer rapidement un cadre juridique approprié pour ces marchés afin d'accroître la sécurité des intermédiaires et de leurs clients, de standardiser les usages et de mettre sur pied un système efficace de règlement des litiges, ce qui ne pouvait qu'améliorer le fonctionnement de ces marchés et les rendre plus attractifs.

Ces deux marchés ont dès lors été institués comme des marchés organisés, au sens des articles 67 et suivants (qui sont abrogés aujourd'hui) de la loi du 4 décembre 1990 sur les transactions financières et les marchés financiers, qui prévoyaient notamment la désignation par le Roi d'une autorité de marché chargée de la régularisation et de la surveillance des marchés. Un arrêté royal (également abrogé) du 27 février 1991 a réglementé l'organisation du marché hors bourse des obligations linéaires et du marché secondaire des certificats de trésorerie. Il les délimitait, en réglementait l'accès et accordait à certaines catégories de personnes juridiques le droit exclusif d'effectuer des transactions en tant qu'intermédiaires professionnels; il réglementait enfin l'information du public concernant les conditions en vigueur sur le marché.

Cet arrêté royal confiait la régularisation et le contrôle des marchés au ministre des Finances, celui-ci pouvant déléguer ces tâches au Fonds des rentes, qui en a dès lors été chargé par un arrêté ministériel du 25 juillet 1991 (également abrogé aujourd'hui). Vu son expérience de plusieurs années en matière de marchés financiers, et en particulier du marché des obligations publiques, le fonds était en effet bien placé pour exercer ces fonctions. Le contrôle du respect des obligations spécifiques souscrites par les *primary dealers* restait toutefois de la compétence du ministre.

La base légale de cette compétence du fonds a été explicitement inscrite par la loi du 23 décembre 1994

men in de organieke wet van 18 mei 1945 van het Rentenfonds, meer bepaald in artikel 2, eerste lid, 3^o. Dit laatste bepaalt dat het Fonds tot opdracht heeft de functies uit te oefenen in verband met het bestuur van en het toezicht op de effectenmarkten, die hem door of krachtens de wet zijn toevertrouwd.

Krachtens zijn reglementaire bevoegdheden heeft het Rentenfonds een (thans herzien) marktreglement uitgevaardigd dat de regels met betrekking tot de organisatie en de werking, alsook met betrekking tot het toezicht en de orde op de buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties en de secundaire markt van de schatkistcertificaten vastlegt en als dusdanig op 1 september 1991 in werking is getreden.

De bepalingen van het reglement, sommige aanvullend, andere dwingend, behandelden toen reeds alle stadia die een markttransactie doorloopt, van de formulering van een aanbod tot de levering van de effecten en de betaling. Het reglement bevatte toen eveneens andere regels die o.m. betrekking hebben op de relaties tussen de bemiddelaars en hun cliënten. De regels die het Fonds uitvaardigde waren ook toen aan de goedkeuring van de minister van Financiën onderworpen.

In het kader van de uitoefening van zijn controle-opdracht kon het Rentenfonds tegen een bemiddelaar sancties treffen gaande tot de uitsluiting van de markten. Het Rentenfonds oefende deze bevoegdheid uit ofwel ambtshalve, ofwel op grond van een neergelegde klacht ofwel op grond van de onthulling van een daad door de bestuurder van de instelling die de daad heeft gepleegd. Tegen deze sancties kon toen beroep worden aangetekend bij de minister van Financiën.

Ten behoeve van dit toezicht op de markten kon het Rentenfonds zich toen tevens alle inlichtingen en stukken doen verstrekken door de beroepsbemiddelaars, de Nationale Bank van België of de autoriteiten die bevoegd zijn om op de beroepsbemiddelaars controle uit te oefenen. Het kon deze autoriteiten eveneens vragen om ter plaatse onderzoeken in te stellen.

Die bij (het thans opgeheven) koninklijk besluit ingevoerde controlemiddelen werden bij wet van 23 december 1994 opgenomen in de organieke wet van 18 mei 1945 van het Rentenfonds, meer bepaald in artikel 2, vijfde lid.

Ook was toen reeds voorzien in een regeling waarbij het Fonds, op verzoek van de betrokken partijen, mag optreden als scheidsrechter bij de beslechting van geschillen.

2. Vernieuwde juridische organisatie van het toezicht

Het vernieuwde reglementair kader breidt de toezichtsbevoegdheden uit.

dans la loi du 18 mai 1945 organique du Fonds des rentes, plus spécifiquement à l'article 2, alinéa premier, 3^o. Ce dernier détermine que le Fonds des rentes a pour mission d'exercer les fonctions d'administration et de surveillance de marchés de valeurs mobilières, qui lui sont confiées par ou en vertu de la loi.

En vertu de ses compétences réglementaires, le Fonds des rentes a élaboré un règlement de marché (revu actuellement), entré en vigueur le 1^{er} septembre 1991, qui fixe les règles relatives à l'organisation, au fonctionnement, au contrôle et à la police du marché hors bourse des obligations linéaires et du marché secondaire des certificats de trésorerie.

Les dispositions du règlement, tantôt supplétives de volonté, tantôt impératives, encadraient déjà alors toutes les étapes d'une transaction sur le marché, de la formulation de l'offre à la livraison des titres et au versement des espèces. Ce règlement énonçait également d'autres règles qui avaient notamment trait aux relations entre les intermédiaires et leurs clients. Les règles édictées par le Fonds étaient également soumises à l'approbation du ministre des Finances.

Dans le cadre de l'exercice de sa mission de contrôle, le Fonds des rentes pouvait prendre des sanctions à l'égard d'un intermédiaire, pouvant aller jusqu'à l'exclusion des marchés. Il exerçait cette compétence soit d'autorité, soit sur la base d'une plainte déposée ou de la divulgation d'un acte par l'administrateur de l'institution qui l'avait commis. Un recours contre ces sanctions pouvait être introduit auprès du ministre des Finances.

Pour exercer ce contrôle des marchés, le Fonds des rentes pouvait alors se faire communiquer toute information ou tout document par les intermédiaires professionnels, la Banque nationale de Belgique ou les autorités compétentes pour l'exercice du contrôle sur les intermédiaires financiers. Il pouvait également demander à ces autorités de procéder à des enquêtes sur place.

Ces moyens de contrôle institués par l'arrêté royal abrogé aujourd'hui ont été inscrits dans la loi du 18 mai 1945 organique du Fonds des rentes par la loi du 23 décembre 1994, plus spécifiquement à l'article 2, cinquième alinéa.

Auparavant également, une procédure permettait au fonds d'intervenir, à la demande des parties concernées, comme arbitre des litiges.

2. Nouvelle organisation juridique du contrôle

Le nouveau cadre réglementaire élargit les compétences de contrôle.

Met de wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs, en meer bepaald artikel 30 en volgende enerzijds en artikel 36 en volgende anderzijds, wijzigt de juridische grondslag voor de regelgeving en het toezicht op de secundaire buitenbeursmarkt van de lineaire leningen en de schatkistcertificaten.

Op grond van artikel 30 en volgende van de wet van 6 april 1995 wordt het koninklijk besluit van 22 december 1995 betreffende de organisatie van de secundaire buitenbeursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten uitgevaardigd.

Artikel 2 van het voornoemd koninklijk besluit definieert de markt.

De bevoegdheid van het Comité als regelgever en toezichthouder wordt thans formeel uitgebreid tot de markt van de gesplitste effecten (strips), voor de werking waarvan het Comité tevoren slechts aanbevelingen kon verstrekken. Dit is logisch gelet op de nauwe banden tussen deze markt en de buitenbeursmarkt van de lineaire obligaties.

Er zij opgemerkt dat, conform de Europese regelgeving, partijen in onderling akkoord kunnen opteren transacties buiten iedere gereguleerde markt uit te voeren. De daarvoor eventueel vereiste uitdrukkelijke toestemming van de belegger, waarnaar dit artikel 2 verwijst, is voorzien in artikel 37 van de wet van 6 april 1995. De verdere uitwerking in het ontwerp van koninklijk besluit tot bepaling van de voorwaarden volgens dewelke transacties mogen uitgevoerd worden buiten een gereguleerde markt vereist een uitdrukkelijke voorafgaande toestemming. Voor zijn bescherming dient de toestemming door een niet-professionele belegger schriftelijk te gebeuren.

Artikel 3 van het koninklijk besluit belast het Rentenfonds met het bestuur van de secundaire buitenbeursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten en duidt het Comité van het Rentenfonds aan als marktautoriteit. De delegatie gebeurt thans dus rechtstreeks van de Koning aan het Rentenfonds.

Artikel 4 van het koninklijk besluit omschrijft de regelgevende bevoegdheid van het Comité op het vlak van de organisatie, de werking, het toezicht en de orde op de markt. Die regelgeving, uitgevaardigd via het marktreglement van het Comité van het Rentenfonds, blijft onderworpen aan de goedkeuring van de minister van Financiën.

Artikel 5, § 1, van het koninklijk besluit stipuleert dat het Comité toezicht houdt op de naleving van de

La loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements, notamment en ses articles 30 et suivants, d'une part, et 36 et suivants, d'autre part, modifie le fondement juridique de la réglementation et du contrôle des marchés secondaires hors bourse des obligations linéaires et des certificats de trésorerie.

L'arrêté royal du 22 décembre 1995 relatif à l'organisation du marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie trouve sa source dans les articles 30 et suivants de la loi du 6 avril 1995.

L'article 2 de l'arrêté royal précité définit le marché.

Les compétences du comité en tant qu'organe de réglementation et de contrôle sont maintenant formellement étendues au marché des titres scindés (strips), pour le fonctionnement duquel le comité ne pouvait précédemment que formuler des recommandations. Cet élargissement est logique, vu l'étroitesse des liens entre ce marché et le marché hors bourse des obligations linéaires.

Il convient de noter que, conformément à la réglementation européenne, des intervenants peuvent choisir, d'un commun accord, d'exécuter des transactions en dehors de tout marché réglementé. L'accord explicite éventuellement requis de la part de l'investisseur, auquel se réfère cet article 2, est prévu dans l'article 37 de la loi du 6 avril 1995. Le développement plus en détail dans le projet d'arrêté royal relatif à la détermination des conditions d'exécution de transactions en dehors d'un marché réglementé exige que l'autorisation expresse soit préalable. À titre de protection complémentaire, toute autorisation par un investisseur non professionnel devra être accordée par écrit.

L'article 3 de l'arrêté royal charge le Fonds des rentes de l'administration du marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie, et désigne comme autorité de marché le comité du Fonds des rentes. Ainsi, la délégation s'effectue directement du Roi au Fonds des rentes.

L'article 4 de l'arrêté royal décrit les compétences réglementaires du comité dans les domaines des modalités d'organisation, du fonctionnement, de la surveillance et de la police du marché. Cette réglementation, édictée via le règlement de marché du comité du Fonds des rentes, reste soumise à l'approbation du ministre des Finances.

L'article 5, § 1^{er}, de l'arrêté royal stipule que le comité veille au respect, par tous les intermédiaires

regels en verplichtingen door alle bemiddelaars die optreden op de markt. Het verwijst daarbij naar de regels en verplichtingen opgenomen in dit besluit, waarbij, zoals tevoren, de contractuele verplichtingen die de *primary dealers* hebben tegenover de Schatkist niet zijn inbegrepen. Verder gaat het om de regels en verplichtingen die voortvloeien uit het marktreglement van het Comité en uit de artikelen 36 tot 39 van de wet van 6 april 1995.

Datzelfde artikel 5, § 1, verwijst naar de tevoren reeds bestaande bevoegdheid om zich inlichtingen en stukken te doen verstrekken door de beroepsbemiddelaars en om de Commissie voor het Bank- en Financiewezen te verzoeken ter plaatse onderzoeken in te stellen. De in de Kamer aangenomen tekst van het wetsontwerp tot wijziging van de wet van 6 april 1995, en meer bepaald de gecombineerde artikelen 3 en 8, breidt deze onderzoeksbevoegdheden uit. Er is voorzien in een eigen recht voor het Comité om een onderzoek ter plaatse uit te voeren bij de leden van de markt. Daarenboven is voorzien dat, hetzij indien er aanwijzingen zijn van een strafrechtelijk gesanctioneerde inbreuk bedoeld in artikel 148, § 1, § 2 of § 3, van de wet van 6 april, hetzij in het kader van de controle op het misbruik van voorkennis, het Comité eveneens andere bemiddelaars die tussenkomen in de transactie alsook de eindbegunstigde zal kunnen ondervragen.

Hetzelfde ontwerp van wet tot wijziging van de wet van 6 april 1995 voorziet ook in de mogelijkheid om protocollen te sluiten met andere marktautoriteiten teneinde te komen tot een samenwerking aangaande bepaalde aspecten van het toezicht op de markten.

Artikel 6, § 1, van het koninklijk besluit herneemt de tevoren bestaande sancties die het Comité kan uitspreken jegens de bemiddelaar. Het voegt de mogelijkheid toe een administratieve geldboete op te leggen binnen de grenzen vastgesteld in artikel 32, § 1, 6^o, van de wet van 6 april 1995. Het bepaalt thans ook expliciet de mogelijkheid om een waarschuwing uit te spreken. Nieuw is verder de voorziening dat elke sanctie kan openbaar gemaakt worden op de door het Comité te bepalen wijze. Op procedureel vlak wordt tenslotte de verplichting opgenomen voorafgaandelijk de bemiddelaar te horen of minstens op te roepen. Bij afwezigheid hiervan kan slechts de schorsing worden opgelegd, en dan nog onder de dubbele voorwaarde van hoogdringendheid en ernstig gevaar voor de integriteit of de veiligheid van de markt.

Hier zij tevens gesignaleerd dat krachtens de samengevoegde artikelen 3 en 8 van het wetsontwerp tot wijziging van de wet van 6 april 1995, het Comité bevoegd zal zijn te bevelen een einde te stellen aan bepaalde marktvervalsende praktijken en dit aan om het even wie. Het ontwerp voorziet in artikel 15

agissant sur le marché, de certaines règles et obligations. Il se réfère en cela aux règles et obligations reprises dans le présent arrêté, à l'exception, comme précédemment, des obligations contractuelles des *primary dealers* vis-à-vis du Trésor. Par ailleurs, il s'agit des règles et obligations qui découlent du règlement de marché du comité et des articles 36 à 39 de la loi du 6 avril 1995.

Le même article 5, § 1^{er}, fait référence au pouvoir précédemment conféré au comité de se faire communiquer informations et documents par les intermédiaires professionnels et de requérir la collaboration de la Commission bancaire et financière pour l'exécution d'enquêtes sur place. Le projet de loi, déjà approuvé à la Chambre, modifiant la loi du 6 avril 1995, et plus particulièrement la combinaison des articles 3 et 8, élargit ces compétences d'enquête. Celles-ci prévoient le droit, pour le Comité, de procéder directement à une enquête sur place chez les intervenants du marché. En outre, s'il existe des indications d'une infraction pénalement sanctionnée visée à l'article 148, § 1^{er}, § 2 et § 3, de la loi du 6 avril, ou bien dans le cadre du contrôle des délits d'initié, il est prévu que le Comité puisse également interroger les autres intermédiaires intervenant dans la transaction, de même que le bénéficiaire final.

Le même projet de loi, modifiant la loi du 6 avril 1995, prévoit également la possibilité de conclure des protocoles d'accord avec d'autres autorités de marché afin d'en arriver à une coopération concernant certains aspects de surveillance des marchés.

L'article 6, § 1^{er}, de l'arrêté royal reprend les sanctions précédemment existantes que le comité peut infliger à l'intermédiaire. Il ajoute la possibilité d'infliger une amende administrative dans les limites fixées par l'article 32, § 1^{er}, 6^o, de la loi du 6 avril 1995. Il détermine aussi de manière explicite la possibilité de formuler un avertissement. Il contient également une nouveauté: la disposition selon laquelle chaque sanction peut être rendue publique d'une manière à déterminer par le Comité. Sur le plan de la procédure, il fixe enfin l'obligation d'entendre ou à tout le moins de convoquer, au préalable, l'intermédiaire en question. En l'absence de cette procédure, une suspension ne pourra être infligée que sous la double condition de l'extrême urgence et d'un péril grave pour l'intégrité ou la sécurité du marché.

Il convient également de signaler que, conformément aux articles 3 et 8 du projet de loi modifiant la loi du 6 avril 1995, le Comité aura le pouvoir d'ordonner la cessation de certaines pratiques qui faussent le marché, et ce à n'importe qui. En son article 15, le projet prévoit également que l'autorité de

tevens dat de marktautoriteit zich tot de voorzitter van de rechtbank van koophandel kan wenden met het verzoek tot het instellen van een financiële stakingsvordering.

Artikel 6, § 2, van het koninklijk besluit regelt het beroep tegen de uitspraken van het Comité. Vooruitlopend op de voorziene wetswijziging stelt dit artikel dat het beroep dient te worden ingesteld bij de Commissie van beroep voorzien bij artikel 24 van de wet van 6 april 1995. De wetbasis voor de organisatie van dit verhaal wordt geregeld in de artikelen 4 tot 6 van het ontwerp van wet houdende wijziging van de wet van 6 april 1995.

Tenslotte zij erop gewezen dat het toezicht door het Comité sinds de inwerkingtreding van de wet van 6 april 1995 een eerstelijns toezicht is. Artikel 4 van de wet van 6 april 1995 belast de Commissie voor het Bank- en Financieuzen immers met het toezicht in de tweede lijn, waarbij deze laatst toe ziet op de wijze waarop de marktautoriteiten hun wettelijke opdrachten als marktautoriteit uitvoeren.

3. Nieuwe opdrachten

Er zij vooraf opgemerkt dat, inhoudelijk gezien, de tevoren bestaande opdrachten van het Rentenfonds als marktautoriteit werden bevestigd.

Daarnaast krijgt het Comité van het Rentenfonds nieuwe opdrachten toegewezen die betrekking hebben op vier domeinen. Zij betreffen de opdrachten aangaande de reporting, het verzorgen van de markttransparantie, het uitwerken van en toezicht houden op de gedragsregels geldend voor de bemiddelaars, en, tenslotte, het toezicht aangaande het misdrijf van misbruik van voorkennis.

Op de bemiddelaars rust de verplichting om de transacties die zij uitvoeren in lineaire obligaties, gesplitste effecten of schatkistcertificaten te rapporteren, ongeacht of die transacties werden afgesloten op of buiten de gereglementeerde markt. Het doel is aan de belanghebbende marktautoriteit, *in casu* in de eerste plaats het Comité zelf, en aan de belanghebbende prudentiële autoriteit de nodige informatie te verschaffen. De rapporteringsplicht heeft een Europeesrechtelijke grondslag en is vrij extensief geregeld in artikel 20 van de Beleggingsdienstenrichtlijn 93/22/E.E.G. Artikel 39 van de wet van 6 april 1995 delegeert aan de Koning de bevoegdheid om de wijze van rapportering te regelen en de bevoegde autoriteit aan te duiden.

De verdere uitwerking voor de buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten is opgenomen in het ontwerp van koninklijk besluit betreffende de bewaring van de stukken en de melding van de verrichte transacties inzake financiële instrumenten. Het ontwerp van koninklijk besluit wijst het Rentenfonds aan als de

marché puisse saisir le président du tribunal de commerce d'une demande de prononcé d'une action en cessation financière.

L'article 6, § 2, de l'arrêté royal règle la procédure d'appel contre les décisions du comité. Cet article anticipe sur la modification prévue de la loi, et prévoit que l'appel devra être introduit auprès de la commission d'appel prévue à l'article 24 de la loi du 6 avril 1995. Le fondement juridique de l'organisation de cet appel découle des articles 4 à 6 du projet de loi modifiant la loi du 6 avril 1995.

Enfin, il convient de noter que la surveillance du comité, telle qu'établie depuis l'entrée en vigueur de la loi du 6 avril 1995, est un contrôle en première ligne. En effet, l'article 4 de la loi du 6 avril 1995 charge la Commission bancaire et financière du contrôle en seconde ligne, à savoir la surveillance de la manière dont les autorités de marché exercent leur mission légale.

3. Nouvelles missions

Il est à noter que, quant au contenu, les missions précédentes du Fonds des rentes en tant qu'autorité de marché sont confirmées.

En outre, le comité du Fonds des rentes se voit confier de nouvelles missions, qui ont trait à quatre domaines. Il s'agit des missions relatives au reporting, à la transparence du marché, à la précision et à la surveillance des règles de conduite qui s'appliquent aux intermédiaires, et, enfin, au contrôle du délit d'initié.

Les intermédiaires ont l'obligation de déclarer les transactions qu'ils concluent sur obligations linéaires, titres scindés, ou certificats de trésorerie, qu'elles soient conclues sur un marché réglementé ou en dehors de ce dernier. L'objectif est de fournir à l'autorité de marché concernée, en l'occurrence le comité lui-même, et à l'autorité prudentielle concernée, les informations nécessaires. L'obligation de reporting se fonde sur le droit européen, et est réglée de manière assez détaillée dans l'article 20 de la directive 93/22/C.E.E. concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. L'article 39 de la loi du 6 avril 1995 délègue au Roi la possibilité de déterminer les modalités du reporting et de désigner l'autorité compétente.

Ces modalités sont détaillées pour le marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés, et des certificats de trésorerie dans le projet d'arrêté royal relatif à la conservation des pièces et à la déclaration des transactions effectuées en matière d'instruments financiers. Le projet d'arrêté royal désigne le Fonds des rentes en tant qu'autorité compé-

bevoegde autoriteit die die gegevens zal collecteren en bewaren. Het laat het Comité toe de praktische modaliteiten van de rapportering verder te specificeren (artikel 7 van het ontwerp van koninklijk besluit) en belast het met het toezicht op de naleving van de reportingverplichtingen van de bemiddelaars (artikel 9 en artikel 27 tot en met 29 van het ontwerp van koninklijk besluit). Het regelt de bevoegdheidsafbakening tussen het Rentenfonds en de Beurs van Brussel, op wiens markt eveneens lineaire obligaties worden verhandeld. Tenslotte voorziet het dat gegevens kunnen worden uitgewisseld met de belanghebbende nationale en buitenlandse autoriteiten (artikel 10 van het ontwerp van koninklijk besluit).

De verplichting om de markttransparantie te garanderen wordt eveneens opgelegd door de Europese Beleggingsdienstenrichtlijn 93/22/E.E.G., en wel in artikel 21. Op grond daarvan en in uitvoering van artikel 32, § 1, 4^o, en § 2 van de wet van 6 april 1995, neemt artikel 10 van het koninklijk besluit van 22 december 1995 betreffende de organisatie van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten de tevoren bestaande regeling over om dagelijks referentiekosten en transactiegegevens te publiceren aangaande de op zijn markt verhandelde effecten. Nieuw is dat het verstrekken van die informatie, tevoren verzorgd door de Nationale Bank van België, thans een opdracht wordt van het Comité. De regeling wordt verder uitgewerkt in de artikelen 34 en 35 van het herziene marktreglement van het Comité van het Rentenfonds, waarvan de publikatie met het ministerieel goedkeuringsbesluit binnenkort in het *Belgisch Staatsblad* wordt verwacht.

De verplichting voor de lidstaten om gedragsregels vast te leggen voor de financiële bemiddelaars en de minimumprincipes daaromtrent zijn opgenomen in artikel 11 van de Beleggingsdienstenrichtlijn 93/22/E.E.G. Artikel 36, § 1 van de wet van 6 april 1995 omschrijft de gedragsregels die de bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten dienen na te leven. In § 2 van hetzelfde artikel 36 worden de marktautoriteiten verzocht deze regels op te nemen en uit te werken in hun marktreglement, met het oog op het toezicht en de naleving ervan. De betreffende regels werden geconcretiseerd in artikel 3 tot en met 11 en in artikel 36 van het herziene marktreglement van het Comité van het Rentenfonds. Aldus krijgen deze gedragsregels, die tevoren veelal slechts als gewoonterecht golden, een steviger rechtsbasis en een duidelijker omlijning.

Tenslotte zal het Comité ook belast zijn met het toezicht op het misbruik van voorkennis. De toewijzing van deze bevoegdheid, die voorheen tot het domein van de Commissie voor het Bank- en Financieuzen behoorde, is vastgelegd in de samengevoegde artikelen 3 en 8 van het voornoemde wets-

tente pour collecter et conserver ces données. Il autorise le comité à préciser davantage les modalités pratiques (article 7 du projet d'arrêté royal) et le charge de la surveillance du respect des obligations de reporting des intermédiaires (article 9 et articles 27 à 29 du projet d'arrêté royal). Il règle la délimitation des compétences entre le Fonds des rentes et la Bourse de Bruxelles, sur le marché de laquelle s'échangent également des obligations linéaires. Enfin, il prévoit la possibilité d'échange de données avec les autorités nationales et étrangères concernées (art. 10 du projet d'arrêté royal).

L'obligation de garantir la transparence du marché est également imposée par la directive 93/22/C.E.E. concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, en son article 21. Sur cette base et en exécution de l'article 32, § 1^{er}, 4^o, et § 2 de la loi du 6 avril 1995, l'article 10 de l'arrêté royal du 22 décembre 1995 relatif à l'organisation du marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie reprend l'obligation existant précédemment de publier quotidiennement des cours de référence et des données sur le volume des transactions effectuées sur son marché. La nouveauté réside dans le fait que c'est désormais au Fonds des rentes et non plus à la Banque nationale de Belgique qu'incombe cette mission. Cette réglementation est détaillée plus avant dans les articles 34 et 35 du règlement de marché modifié du comité du Fonds des rentes, dont la publication, avec celle de l'arrêté ministériel d'exécution, interviendra sous peu au *Moniteur belge*.

L'obligation faite aux États membres de fixer des règles de conduite aux intermédiaires financiers et les principes minimums y relatifs sont repris à l'article 11 de la directive 93/22/C.E.E. concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. L'article 36, § 1^{er}, de la loi du 6 avril 1995 décrit ces règles de conduite à respecter par les intermédiaires lors de transactions qui portent sur des instruments financiers. Dans le même article 36, § 2, les autorités de marché sont priées d'introduire et de préciser ces règles dans leur règlement de marché en vue de leur contrôle et de leur respect. Les règles correspondantes sont contenues dans les articles 3 à 11 et dans l'article 36 du règlement de marché modifié du comité du Fonds des rentes. Ainsi, ces règles de conduite, qui n'avaient dans le passé le plus souvent que valeur d'usage, reçoivent un fondement juridique plus sûr et une définition plus claire.

Enfin, le comité sera également chargé de la surveillance des délits d'initié. L'attribution de cette compétence, qui, par le passé, relevait de la Commission bancaire et financière, est définie dans les articles coordonnés 3 et 8 du projet de loi précité, modifiant la loi du 6 avril 1995. Le contrôle du comité ne porte pas

ontwerp tot wijziging van de wet van 6 april 1995. Het toezicht van het Comité heeft hier niet enkel betrekking op de tussenkomende financiële bemiddelaars maar eveneens op de eindbegunstigde. Het Comité zal desgevallend overgaan tot een onderzoek dat de nodige informatie verschaft om het toe te laten uit te maken of voldoende elementen aanwezig zijn om het Parket in te schakelen.

II. PRAKTISCHE UITWERKING VAN DE CONTROLE

1. Praktijk van het toezicht tot op heden

Als men de eerste vier jaar van controle en toezicht op de markten analyseert mag men stellen dat het Rentenfonds zich, als marktautoriteit, altijd pragmatisch opgesteld heeft. Aldus streeft het ernaar de beleggers en de bemiddelaars een rechtszeker kader te verschaffen dat hun vrijheid van handelen zo min mogelijk belemmert.

De marktregels worden, zonder dat het Fonds daartoe is verplicht, na overleg met de *primary dealers* ingevoerd. Hierbij wordt het reglement, als de ontwikkeling van de markten ertoe noopt, regelmatig aangepast, bijvoorbeeld om rekening te houden met de uitgifte van O.L.O.'s met variabele rentevoet.

Om de bemiddelaars niet overmatig administratief te belasten heeft het Fonds, tot op heden, tegenover hen maar beroep gedaan op zijn toezichhoudende bevoegdheden in die enkele gevallen dat een klacht werd neergelegd of een overtreding werd geconstateerd. In die zin kan men spreken van een eerder afwachtende houding, die mede te verantwoorden is door het feit dat het een markt van professionelen betreft.

2. Voorziene praktijk van het toezicht na de inwerkingtreding van de wet van 6 april 1995

Wat de regelgevende bevoegdheid van het Comité betreft is er geen reden om de bestaande facultatieve overlegprocedure met de bemiddelaars op de markt niet te handhaven. Dit geldt des te meer in de mate dat de regels en verplichtingen een weerslag hebben op de technische werking van de markt.

Wat het eigenlijke toezicht als marktautoriteit op de naleving van de regels en verplichtingen betreft kan in het algemeen gesteld worden dat dit, in het bijzonder rekening houdend met de nieuwe taken van het Rentenfonds, op een meer actieve manier zal gebeuren. Hierna wordt een algemene werkmethode voor het toezicht geschetst.

Het initiëren van het toezicht zal zowel na klacht van een bemiddelaar of van een cliënt als ambtshalve gebeuren.

uniquement sur les intermédiaires financiers intervenants mais également sur le bénéficiaire final. Le cas échéant, le comité procédera à une enquête qui fournira les informations nécessaires pour lui permettre d'établir l'existence d'éléments suffisants justifiant l'intervention du parquet.

II. CONTRÔLE EN PRATIQUE

1. Pratique du contrôle à ce jour

En analysant les quatre premières années de contrôle et de surveillance des marchés, il est permis de dire que le Fonds des rentes en tant qu'autorité de marché a toujours adopté une attitude pragmatique. Ainsi, il s'efforce de procurer aux investisseurs et aux intermédiaires un cadre juridique sûr qui entrave aussi peu que possible leur liberté de négociation.

Les règles du marché sont introduites en concertation avec les *primary dealers*, sans que le fonds y soit toutefois tenu. Ceci donne lieu, si le développement du marché le requiert, à une adaptation régulière du règlement, par exemple afin de tenir compte de l'émission d'obligations linéaires assorties d'un taux d'intérêt variable.

Pour ne pas surcharger de tâches administratives les intermédiaires, le fonds, jusqu'à présent, n'a eu recours à ses compétences de surveillance que dans les quelques cas précis de dépôt d'une plainte ou de constatation d'une infraction. C'est en ce sens qu'il est permis de parler d'une attitude assez attentiste qui se justifiait entre autres par le fait qu'il s'agit d'un marché de professionnels.

2. Pratique du contrôle telle qu'elle est prévue après l'entrée en vigueur de la loi du 6 avril 1995

En ce qui concerne les compétences du comité en matière de réglementation, il n'y a aucune raison de ne pas maintenir la procédure existante de concertation facultative avec les intermédiaires de marché; d'autant plus que les règles et obligations influencent le fonctionnement technique du marché.

Pour ce qui concerne le contrôle effectif, en tant qu'autorité de marché, du respect des règles et obligations, on peut dire, de manière générale, que celui-ci s'effectue d'une manière plus active, en particulier compte tenu des nouvelles tâches du fonds. Nous esquissons ci-après une méthode générale de travail pour ce contrôle.

Le déclenchement du contrôle pourra s'effectuer soit sur plainte d'un intermédiaire ou d'un client, soit d'office.

Het onderzoek zal in een eerste fase gebeuren aan de hand van informatie verkregen via de reporting of via andere kanalen, zoals de *clearing* van de Nationale Bank van België of individuele marktparticipanten. Daarnaast zullen onderzoeken ter plaatse gebeuren, zowel, indien nodig, naar aanleiding van een concreet probleem als periodiek met aanwending van steekproefsgewijze enquêtes. Bij onderzoek ter plaatse kan beroep worden gedaan op derden of afgestapt worden met een samengestelde delegatie (bijvoorbeeld een delegatie van het Rentenfonds en de Commissie voor het Bank- en Financiewezen).

In de mate dat het toezichtterrein van het Comité zich zou uitstrekken tot transacties afgesloten buiten zijn gereguleerde markt, zal een protocol met de Beurs van Brussel, op wiens markt ook lineaire obligaties verhandeld worden, dienen te voorzien in een bevoegdheidsafbakening hieromtrent.

De zojuist omschreven meer actieve werkwijze zal vooral, maar niet alleen, gelden bij het toezicht op de naleving van de gedragsregels door de bemiddelaars en op het misbruik van voorkennis, welke beide nieuwe opdrachten voor het Comité uitmaken.

Hierna wordt de concrete implementatie belicht van de nieuwe domeinen waarop het Comité actief zal zijn.

1. Reporting

De gegevens van de transacties in lineaire obligaties, strips en schatkistcertificaten, ongeacht of zij op of buiten de gereguleerde markt gesloten zijn, dienen te worden bewaard door de bemiddelaar. Een groot deel van die gegevens dienen tevens per instelling en per waarde aan het Comité gerapporteerd te worden. Het Comité zal toezien op de verplichtingen ter zake van de financiële bemiddelaars.

Het Comité zal de gegevens verzamelen aangaande alle transacties gesloten op of buiten zijn markt, met uitzondering van de transacties in lineaire obligaties gesloten op de Beurs van Brussel. Voor de praktische uitwerking van de collecte zal het verdere regels uitvaardigen aangaande de rapporteringsmodaliteiten. Daarbij zullen de gegevens die de bemiddelaars meedelen aan het clearingstelsel van de Nationale Bank van België teneinde hun transactie af te wikkelen optimaal benut worden. Zo kan voor een groot deel van de transacties vermeden worden dat de bemiddelaar zijn transactie een tweede maal dient mee te delen om aan zijn rapporteringsverplichting te voldoen. Die wijze van collecteren vergt een aanpassing van de programma's van de clearing van de Nationale Bank van België, waartoe reeds een informatica-voorstudie werd uitgevoerd. Een consultatie hierover met de bemiddelaars is voorzien. De wijzi-

Dans une première phase, l'enquête sera réalisée à la lumière des informations reçues via le *reporting* ou par d'autres canaux, tels que le *clearing* de la Banque Nationale de Belgique ou des intervenants de marché individuels. En outre, il pourra être procédé à des enquêtes sur place, aussi bien, si nécessaire, sur la base d'un problème concret, que périodiquement, par sondage. En cas d'enquête sur place, il sera possible de recourir aux services de tiers, ou de descendre sur les lieux avec une délégation conjointe (par exemple une délégation du Fonds des rentes et de la Commission bancaire et financière).

Dans la mesure où le domaine soumis au contrôle du comité s'étendrait jusqu'à des transactions conclues en dehors du marché réglementé, un protocole avec la Bourse de Bruxelles, qui est aussi un marché sur lequel s'échangent des obligations linéaires, devra organiser la délimitation des compétences.

La méthode de travail plus active que nous venons de décrire ne manquera pas d'être adoptée dans le cas du contrôle du respect des règles de conduite par les intermédiaires de même qu'en cas de délit d'initié, qui constituent deux nouvelles missions du comité.

Nous détaillons ci-après la mise en œuvre concrète des nouveaux domaines dans lesquels le comité sera actif.

1. Reporting

Les données des transactions en obligations linéaires, strips et certificats de trésorerie doivent être conservées par l'intermédiaire, qu'elles aient ou non été conclues en sein du marché réglementé. Une grande partie de ces données doivent également être communiquées au comité par intervenant et par valeur. Le comité veillera au respect des obligations des intermédiaires financiers en la matière.

Le comité collationnera les informations relatives à toutes les transactions conclues sur ou en dehors de son marché, à l'exception des transactions en obligations linéaires conclues en Bourse de Bruxelles. Pour l'organisation pratique de la collecte, il élaborera des règles relatives aux modalités de reporting. Les données que les intermédiaires communiquent au système de clearing de la Banque nationale de Belgique pour l'exécution de leurs transactions seront utilisées de manière optimale. De cette manière, il sera possible, pour un grand nombre de transactions, d'éviter à l'intermédiaire de devoir communiquer une deuxième fois celles-ci pour respecter ses obligations de reporting. Ce mode de collationnement d'informations requiert une adaptation des programmes de clearing, pour lesquels une préétude informatique a déjà été réalisée. Il est prévu d'organiser une consultation des intermédiaires à cet égard. La modi-

ging wordt volgens planning verwacht operationeel te zijn midden 1996. De rapportering op alternatieve dragers (papier, ...) zal mogelijk blijven, maar zal sterk ontmoedigd worden.

De reportinggegevens kunnen dienstig zijn voor zowel de marktautoriteit(en) als de prudentiële autoriteit. De wijze waarop zij ter beschikking kunnen worden gesteld van andere autoriteiten zal in een protocol worden vastgelegd.

De opslag van de gegevens door het Rentenfonds is afhankelijk van de gekozen uitwisselingsprocedure. Het Comité van het Rentenfonds heeft een voorkeur voor een wederzijdse on-line toegang tot de individuele databanken van de betrokken Belgische autoriteiten.

2. Markttransparantie

Thans publiceert de Nationale Bank van België zowel op Reuters- en Telerateschermen als in de financiële pers, referentiekosten, transactievolumes en transactie-aantallen. Die publikaties zullen gebeuren in naam en voor rekening van het Comité van het Rentenfonds. Een verdere verfijning en uitbreiding van de gepubliceerde gegevens zal gebeuren, voornamelijk, enerzijds, door de incorporatie van de niet via de clearing van de Nationale Bank van België afgewikkelde transacties en, anderzijds, door het uitzuiveren van de via de clearing afgewikkelde transacties die buiten de gereguleerde markt werden gesloten. Deze uitbreiding is evenwel afhankelijk van de collecte van reportinggegevens.

3. Door de bemiddelaars na te leven deontologie

De op grond van artikel 36 van de wet van 6 april in het marktreglement uitgewerkte regels bestrijken een ruim toepassingsgebied. De doelstellingen zijn de bescherming van de goede werking van de markt, van het belang van de cliënt en van het belang van de Staat, dit laatste via het verbod voor de bemiddelaars de fiscale fraude door derden te bevorderen.

Als uitgangspunt geldt dat de inschrijving van regels in zijn marktreglement de marktautoriteit principieel verplicht toe te zien op de naleving hiervan. Bij het toezicht op de naleving van de regels zal het Comité rekening houden met het voornamelijk professionele karakter van de markt.

Artikel 11 van het ontwerp van marktreglement van het Comité van het Rentenfonds werkt het toezicht op de interne organisatie van de bemiddelaar uit; in deze zal allicht een samenwerking met of zelfs delegatie van de uitvoering van sommige taken aan de prudentiële autoriteiten aangewezen zijn.

Waarschijnlijk zal bij de bescherming van de cliënt diens klachtrecht een relatief substantieel element

fiction devrait être opérationnelle mi-1996. Le reporting sur médias alternatifs (papier, ...) restera possible, mais sera fermement découragé.

Les données soumises à reporting pourront servir tant aux autorités de marché qu'aux autorités prudentielles. Le mode de communication de ces données d'une autorité à l'autre fera l'objet d'un protocole d'accord.

La conservation de données par le Fonds des rentes dépend de la procédure d'échange choisie. Le Comité du Fonds exprime sa préférence pour un accès réciproque en temps réel aux bases de données individuelles des autorités belges concernées.

2. Transparence du marché

La Banque nationale de Belgique publie actuellement des cours de référence, des volumes de transactions et le nombre des transactions tant par écran Reuter et Telerate que via la presse financière. Ces publications seront faites au nom et pour le compte du comité. Les données publiées seront affinées et étendues; notamment, d'une part, par incorporation des transactions dont la liquidation ne se fait pas via le clearing de la Banque nationale de Belgique, et d'autre part, par l'élimination des transactions liquidées via la Banque nationale de Belgique, mais conclues en dehors du marché réglementé. Cette extension dépend cependant de la collecte des données de reporting.

3. Déontologie à appliquer par les intermédiaires

Les règles du règlement de marché élaborées sur la base de l'article 36 de la loi du 6 avril 1995 ont un large domaine d'application. Leurs objectifs sont la protection du bon fonctionnement du marché, de l'intérêt du client et de l'intérêt de l'État, ce dernier point par l'interdiction, faite aux intermédiaires, de favoriser la fraude fiscale de tiers.

Le principe est que l'insertion de règles dans le règlement de marché oblige l'autorité de marché à en contrôler l'observance. Lors du contrôle du respect des règles, le comité tiendra compte du caractère principalement professionnel du marché.

L'article 11 du projet de règlement de marché du comité du Fonds des rentes détaille le contrôle de l'organisation interne de l'intermédiaire: dans ce domaine, une collaboration, ou même une délégation de l'exécution de certaines tâches de la Commission bancaire et financière sera probablement indiquée.

Il est probable que le droit du client à porter plainte constituera pour sa protection un élément relative-

zijn. Dit recht dient rechtstreeks de bescherming van de cliënt terwijl de klacht tevens informatie kan opleveren dienstig voor het toezicht op de naleving van de goede werking van de markt. Er wordt overwogen omtrent die reeds tevoren bestaande mogelijkheid voor elke belanghebbende tot neerlegging van een klacht enige publiciteit te voeren, al dan niet via het kanaal van de bemiddelaar.

Naast het toezicht op eigen initiatief of na klacht zal bij de bemiddelaars via rondschrijven worden herinnerd aan in het aandachtsveld komende plichten van de deontologische code.

Tot slot zij opgemerkt dat de deontologische regels nog verder onderwerp van reflexie zullen zijn, waarbij, rekening houdend met de specificiteit van elke markt, een harmonisatie voor alle Belgische gereglementeerde financiële markten zal worden nagestreefd.

4. Misbruik van voorkennis

Specifiek voor de bovenvermelde buitenbeursmarkt is haar gedecentraliseerde karakter: de transacties worden rechtstreeks afgesloten tussen de marktpartijen zonder dat daarvan een centrale registratie geschiedt; de reportinggegevens verschaffen wel *a posteriori* gedetailleerde gegevens van de uitgevoerde operaties. De detectie in real-time van marktdistorsies kan enkel gebeuren door een analyse van de op de Reuter- en Telerateschermen gepubliceerde prijzen.

De kans is klein dat het misbruik zich voordoet en, als het optreedt, kan het veelal verwezenlijkt worden op grond van transacties in meerdere effecten. Logischerwijze zal het gegevensonderzoek zich in hoofdzaak richten op gekende risicomomenten, zoals de periode van uitgifte of de bekendmaking van financieel gevoelige informatie. Bij de vaststelling, voornamelijk op grond van reportinggegevens, van marktdistorsies zal bijkomende informatie worden opgevraagd bij de bemiddelaar.

Als het Rentenfonds marktdistorsies vaststelt die een misbruik van voorkennis suggereren zal het Fonds het Directiecomité van de Beurs van Brussel en Belfox, op wiens markten respectievelijk lineaire obligaties of afgeleide produkten op basis van lineaire obligaties worden verhandeld, hiervan onmiddellijk op de hoogte brengen. Soortgelijke kennisgeving in omgekeerde zin is evenzeer wenselijk.

Het Comité zal desgevallend de tussenkomende bemiddelaars of de eindbegunstigde ondervragen. Het zal een voldoende afgerond vooronderzoek voeren, zodat het in staat is uit te maken of de doorverwijzing naar het Parket zich opdringt.

ment substantiel. Ce droit sert directement la protection du client, alors que la plainte peut également livrer des informations utiles au contrôle du respect du bon fonctionnement du marché. Il est envisagé d'organiser la publicité de cette faculté existante de porter plainte pour toute personne concernée, que ce soit ou non par le canal de l'intermédiaire.

Outre le contrôle d'office ou sur plainte, les intermédiaires seront appelés, par voie de circulaire, au respect des obligations du code de déontologie qui seraient ainsi remises à l'ordre du jour.

Enfin, il convient de noter que les règles de déontologie resteront un sujet de réflexion, dans le but d'atteindre, en tenant compte de la spécificité de chaque marché, une harmonisation des règles valables pour tous les marchés financiers réglementés en Belgique.

4. Délit d'initié

Un caractère spécifique du marché hors bourse précité est sa décentralisation: les transactions sont conclues directement entre intervenants de marché, sans enregistrement centralisé; le reporting fournissant *a posteriori* des données détaillées des opérations exécutées. La détection en temps réel de distorsions de marché ne peut se faire que par une analyse des prix publiés sur les écrans Reuter et Telerate.

Le risque d'abus est réduit, et, s'il se manifestait, il se réaliserait souvent sur la base de transactions sur plusieurs titres. Logiquement, l'analyse des données s'orientera principalement vers les moments à risque identifiés, tels que la période d'émission ou la communication d'informations financières sensibles. En cas de constatation, sur la base de données de reporting principalement, de telles distorsions de marché, des informations supplémentaires seront demandées auprès de l'intermédiaire.

Si le Fonds des rentes constate des distorsions de marché qui suggèrent l'existence d'un délit d'initié, le fonds en informera immédiatement le comité de direction de la Bourse de Bruxelles et Belfox, qui sont des marchés sur lesquels s'échangent respectivement des obligations linéaires ou des produits financiers dérivés reposant sur des obligations linéaires. La transmission d'informations en sens inverse est pareillement souhaitable.

Le cas échéant, le comité interrogera les intermédiaires ou le bénéficiaire final concernés. Il effectuera une pré-enquête suffisamment détaillée, de manière à être en mesure de déterminer si la communication au Parquet s'impose.

III. SLOTBESCHOUWINGEN

Tot slot zij nog even de aandacht gevestigd op het in de nabije toekomst allicht nog toenemend belang van de goede werking van de overheidseffectenmarkt.

De verwezenlijking van een Europese Economische en Monetaire Unie met één gemeenschappelijke valuta zal grondige structurele veranderingen teweegbrengen. Het gebruik van de eenheidsmunt in de overheidseffectenmarkten zal in dit scenario onvermijdelijk een belangrijke plaats innemen.

Voor de vooraanstaande acteurs op de bewuste overheidseffectenmarkten — emittenten, marktautoriteiten en bemiddelaars — zal het er in de eerste plaats op aankomen, in het vooruitzicht van de overgang naar de derde fase van de Europese Economische en Monetaire Unie, de nodige maatregelen te nemen of voor te bereiden teneinde de overschakeling naar de Europese valuta soepel te laten verlopen. Daar de mogelijkheid om zich te differentiëren via de valuta wegvalt, zal de concurrentie nog verscherpen en zal elke overheidsobligatiemarkt beoordeeld worden op grond van de kwaliteit van de emitterende instantie evenals van de werking van die deelmarkt. Voor het Fonds, dat de beleggers een rechtszeker kader verschaft, zal daarbij ongetwijfeld een belangrijke rol zijn weggelegd.

Bespreking

Een lid vraagt wat de omvang is van de verrichtingen die in 1995 buiten de beurs hebben plaatsgevonden.

Volgens de heer Brouhns bereiken die bedragen op weekbasis ongeveer 300 miljard frank per dag (O.L.O.'s en Schatkistcertificaten).

Dit cijfer evolueert in functie van de toestand op de financiële markt, doch de trend is eerder stijgend.

Het commissielid meent dat zelfs na de invoering van de euro, de Belgische Staat nog steeds geld zal moeten lenen, hetgeen een geruststelling is voor de activiteiten van het Rentenfonds.

Een ander lid verzoekt de heer Brouhns om de statistische gegevens over de activiteiten van het Rentenfonds van de jongste vier jaar.

Spreker stelt vervolgens vast dat in België de tendens bestaat om de financiële markten op een heel fragmentarische manier te benaderen, terwijl in andere landen eerder werd geopteerd voor een meer globaliseerd toezicht. Elk fragment van de financiële markten heeft in België een eigen toezichtsautoriteit waardoor het globale overzicht van de financiële markt bij ons verloren gaat. Elke toezichtsautoriteit is dan ook genoodzaakt om andere toezichts-

III. CONSIDÉRATIONS FINALES

Il faut enfin attirer l'attention sur l'importance croissante à l'avenir du bon fonctionnement du marché des effets publics.

La réalisation de l'Union économique et monétaire avec une monnaie unique entraînera de profondes modifications structurelles dans plusieurs domaines. L'utilisation d'une monnaie unique sur les marchés de fonds publics occupera inmanquablement une place importante dans ce scénario.

Pour les acteurs éminents de ces marchés — émetteurs, autorités de marché et intermédiaires —, il s'agira en premier lieu, dans la perspective de la transition vers la troisième phase de l'Union économique et monétaire, d'adopter ou de préparer les mesures nécessaires afin que le passage à la devise européenne s'effectue sans heurts. La possibilité de se différencier par le biais de la devise n'étant plus de mise, la concurrence s'accroîtra encore et chaque marché d'obligations publiques sera jugé sur la base de la qualité de l'instance émettrice et du fonctionnement de ce marché partiel. Le Fonds, qui procure aux placeurs un cadre juridique sûr, continuera assurément de jouer un rôle important.

Discussion

Un membre souhaite connaître l'importance des transactions qui se sont déroulées sur le marché hors bourse en 1995.

Selon M. Brouhns, les montants journaliers (sur une base hebdomadaire) sont de l'ordre de 300 milliards de francs par jour (O.L.O.'s et C.T.).

Ce chiffre évolue en fonction de la situation du marché financier, mais la tendance est plutôt à la hausse.

Le commissaire estime que, même après l'introduction de l'euro, l'État belge devra continuer à emprunter, ce qui est rassurant pour ce qui est des activités du Fonds des rentes.

Un autre membre demande à M. Brouhns de communiquer les données statistiques relatives aux activités du Fonds des rentes au cours des quatre dernières années.

Il constate ensuite qu'il y a, en Belgique, une tendance à considérer les marchés financiers d'une manière très fragmentaire, alors que, dans d'autres pays, l'on a opté plutôt pour une surveillance plus globale. En Belgique, chaque fragment des marchés financiers a sa propre autorité de contrôle, si bien que l'on n'a plus de vue d'ensemble du marché financier. Chaque autorité de contrôle est dès lors forcée de consulter d'autres autorités de contrôle, pour pou-

autoriteiten te raadplegen, teneinde zicht te krijgen op bepaalde transacties. De uiteenzetting van de heer Brouhns maakt reeds melding van dit feit: het Rentenfonds moet overleg plegen met de beurs van Brussel, Belfox en de Commissie voor het Bank- en Financiewezen, om de nodige gegevens te verzamelen.

Op die manier wordt het voor diegenen die misbruik willen maken van het systeem, te gemakkelijk gemaakt om tussen de diverse toezichtsautoriteiten door te glippen en een stuk van de effectieve controle te ontlopen. Men had van de doorgevoerde hervormingen gebruik moeten maken om de controle onder één overkoepelend orgaan onder te brengen om op die manier het overzicht over de deelmarkten te behouden.

Het lid is er zich van bewust dat deze opmerking de bevoegdheden van de voorzitter van het comité van het Rentenfonds overstijgt en eerder gericht is tot de minister van Financiën.

De heer Brouhns deelt de gevraagde statistische informatie over de evolutie op de secundaire markten mee (schatkistcertificaten, O.L.O.'s, deelneming van de primary dealers en de niet-primary dealers). (Zie bijlage 1.)

De heer Brouhns stipt vervolgens aan dat de opmerking van het commissielid van een zeer fundamentele aard is. Hierbij kan natuurlijk op de eerste plaats melding worden gemaakt van de historische redenen die aan de grondslag liggen van het huidige systeem.

Naast de historische redenen haalt de heer Brouhns nog het feit aan dat de wet het sluiten van protocollen tussen de marktautoriteiten toestaat en zelfs bevordert. De recente wijziging van de wet van 6 april 1995 laat op dat punt geen enkele twijfel bestaan. Vooral de bestrijding van het misbruik van voorkennis vereist een dergelijke coördinatie omdat het vaak om ingewikkelde verrichtingen gaat op verschillende markten met wederzijdse dekking, zelfs in het buitenland.

Het is nog maar de vraag of die coördinatie veralgemeend moet worden om op alle punten tot een gehypercentraliseerd systeem te komen. De markten hebben hun uiteenlopende kenmerken. De markt van de lineaire obligaties en de schatkistcertificaten bezit volstrekt eigen kenmerken omdat die markt niet meer gereguleerd wordt door het Rentenfonds maar door mensen uit het beroep, de zogeheten «primary dealers» (15). Tegenover de organisatiestructuur van de markt (per hypothese buiten de beurs) staat een controle van de autoriteit van de specifieke markt. Na vijf jaar ervaring gaat men ervan uit dat de markt goed georganiseerd is. De autoriteiten hebben hun taak naar behoren vervuld.

De werking van de markt en de uitgevoerde controles worden immers positief beoordeeld.

voir se faire une idée de certaines transactions. M. Brouhns mentionne déjà ce fait dans son exposé en indiquant que le Fonds des rentes doit entrer en concertation avec la Bourse de Bruxelles, Belfox et la Commission bancaire et financière pour rassembler les données nécessaires.

Cela permet trop facilement à ceux qui veulent abuser du système de «louvoyer» entre les diverses autorités de contrôle et de se soustraire en partie au contrôle effectif. L'on aurait dû profiter des réformes qui ont été réalisées pour confier tout le contrôle à un organe de coordination unique, de manière à avoir toujours une vue d'ensemble des marchés partiels.

L'intervenant se rend compte que cette observation dépasse les compétences du président du comité du Fonds des rentes et s'adresse plutôt au ministre des Finances.

M. Brouhns communique les informations statistiques relatives à l'évolution des marchés secondaires qui ont été demandées (certificats du Trésor, O.L.O., participation des «primary dealers» et des «not-primary dealers»). (Voir annexe 1.)

M. Brouhns note ensuite que la remarque du commissaire est fondamentale. À cet égard, l'on peut bien entendu attirer d'abord l'attention sur les raisons historiques qui sont à la base du système actuel.

Au-delà des raisons historiques, M. Brouhns attire l'attention de la commission sur le fait que la loi permet, voire encourage, la conclusion de protocoles entre autorités de marché. La modification récente de la loi du 6 avril 1995 lève tout doute à ce propos. Surtout dans le domaine du délit d'initié, une bonne coordination est nécessaire, puisqu'il s'agit souvent d'opérations complexes portant sur plusieurs marchés avec des couvertures réciproques, même à l'étranger.

La question est de savoir si cette coordination doit être généralisée pour parvenir à un système globalement hypercentralisé. Les différents marchés ont leurs propres caractéristiques. Le marché des obligations linéaires et des certificats de trésorerie est un marché tout à fait spécifique, en ce sens que ce marché est tenu («régulé») non plus par le Fonds des rentes, mais par des professionnels, appelés «primary dealers» (15). À la structure d'organisation du marché (par hypothèse hors bourse) correspond un contrôle de l'autorité du marché spécifique. Après cinq ans d'expérience, on considère que le marché a été bien organisé. Les autorités ont bien joué leur rôle.

Le jugement sur le fonctionnement du marché et sur le contrôle exercé est en effet positif.

Wil men een instrument vervangen dat werkt, dan moet men de zekerheid hebben dat het nieuwe instrument even goed functioneert.

De heer Brouhns verklaart zich ervan bewust te zijn dat zijn antwoord vrij pragmatisch overkomt, maar hij onderstreept dat de huidige verscheidenheid niet overdreven mag worden. Er zijn 3 markten: de beursmarkt (met de beurzen van Brussel en Antwerpen), Belfox en de gereguleerde buiten-beursmarkt van de O.L.O.'s en de schatkistcertificaten (met het Rentenfonds als marktautoriteit). Bij één enkele marktautoriteit zou de polyvalentie van bevoegdheden zeer groot moeten zijn. Daarbij is het nog niet zo zeker dat de kosten dalen. De heer Brouhns meent zelfs dat het tegendeel waar is omdat de controle van het Comité van het Rentenfonds thans tegen een minimale kostprijs gebeurt. Een algemeen controleorgaan zou duurder uitvallen. Via de protocollenprocedure moet een efficiënte coördinatie van de drie betrokken marktautoriteiten trouwens mogelijk zijn.

Een lid verwijst naar artikel 36 van de wet van 6 april 1995. Tijdens de behandeling van het ontwerp dat later de wet van 6 april 1995 zou worden, heeft de commissie een amendement van de heren Hatry en van Weddingen aangenomen om het 8^o, 9^o en 10^o van het ontwerp-artikel te doen vervallen (cf. verslag Deprez, Gedr. St. Senaat, nr. 1352-2 (1994/1995), blz. 94). De 7 resterende punten van dat artikel 36 overlappen elkaar enigszins en vervallen vaak in herhaling. Ontstaan er geen moeilijkheden bij de toepassing van artikel 36?

De heer Brouhns wijst erop dat artikel 36 van de wet van 6 april 1995 de inhoud overneemt van artikel 11 van richtlijn 93/22/E.E.G. van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten. Die bepalingen vinden hun rechtstreekse oorsprong in de deontologische regels van de Angelsaksische landen, die nog veel verder gaan.

Om het marktreglement vast te stellen moest het Rentenfonds die regel omzetten in de wet van 6 april 1995. Men heeft evenwel getracht een zo praktisch mogelijke en minder algemene tekst op te stellen.

Een tweede vraag van hetzelfde lid slaat op de Commissie voor het Bank- en Financiewezen, een orgaan van tweedelijnscontrole. Ook al blijft een dergelijke controle gewettigd bij verrichtingen met aandelen en obligaties voor particulieren, toch kan men een aantal vraagtekens plaatsen bij de werkelijke taak van dat tweedelijns toezicht in het concrete geval waarin de markt al onder toezicht staat van het Rentenfonds.

Volgens spreker beantwoordt die controle van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen alleen aan een streven naar symmetrie.

De heer Brouhns wijst erop dat volgens de *ratio legis* het tweedelijns toezicht er onder meer op gericht

Avant de changer un outil qui fonctionne, il faut être certain de le remplacer par un autre fonctionnant au moins aussi bien.

M. Brouhns est conscient que sa réponse est assez pragmatique, mais il souligne qu'il convient de ne pas exagérer la diversité actuelle. Nous avons trois marchés: le marché boursier (avec les bourses de Bruxelles et d'Anvers), Belfox et le marché réglementé hors bourse des O.L.O. et des C.T. (avec comme autorité de marché, le comité du Fonds des rentes). Une autorité de marché unique nécessiterait en tout cas une polyvalence de compétences très grande. Il n'est pas certain que le coût en serait moindre. M. Brouhns est même convaincu du contraire, puisque le contrôle du comité du Fonds des rentes est fait à un coût minimal. La création d'un organisme de contrôle général coûterait plus cher. Par ailleurs, il y a moyen, par la procédure des protocoles, de coordonner efficacement les trois autorités de marchés concernées.

Un membre se réfère à l'article 36 de la loi du 6 avril 1995. Pendant l'examen du projet de loi qui est devenu la loi du 6 avril 1995, la commission a accepté un amendement de MM. Hatry et van Weddingen, visant à supprimer les 8^o, 9^o et 10^o initialement prévus dans le projet de loi (voir: rapport Deprez, Doc. Sénat, n^o 1352-2 (94/95), p. 94). Les 7 points de l'article 36 qui restent sont quelque peu redondants et contiennent plusieurs répétitions. L'application de cet article 36 ne pose-t-elle pas de problème?

M. Brouhns souligne que l'article 36 de la loi du 6 avril 1995 est une reprise de l'article 11 de la directive 93/22/C.E.E. du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. Ces règles découlent très directement de corpus déontologiques anglo-saxons qui sont encore plus développés.

Pour fixer le règlement de marché, le Fonds des rentes devait assurer la transposition du texte de la loi du 6 avril 1995. Toutefois, on s'est forcé de l'écrire de façon plus opérationnelle et moins générale.

Une deuxième question du même membre porte sur la Commission bancaire et financière qui est l'organe de contrôle de deuxième ligne. Si un tel contrôle peut être défendu dans le cas des opérations sur actions et obligations pour les particuliers, il reste toutefois à se poser des questions sur le rôle réel de cet appel en deuxième ligne dans le cas concret du marché surveillé par le comité du Fonds des rentes.

L'intervenant estime que ce contrôle de la Commission bancaire et financière a été instauré uniquement par un souci de symétrie.

M. Brouhns explique que, selon la philosophie de la loi, le contrôle de seconde ligne a notamment pour

is na te gaan of de controleurs in de eerste lijn hun taak naar behoren vervullen en hoe zij dat doen. Logisch is verder ook dat het beginsel van een tweede-lijnscontrole eveneens geldt voor het Comité van het Rentenfonds, dat een eerstelijns marktautoriteit is.

Zo kan de Commissie voor het Bank- en Financie-
wezen nagaan of het marktreglement voor een
correcte uitvoering van de wet zorgt en of het Comité
van het Rentenfonds zijn controlebevoegdheid naar
behoren uitoefent.

Een ander lid wenst te vernemen of er reeds een
analyse werd gemaakt van de problemen die zich
zullen stellen bij de omschakeling op het ogenblik van
de Europese munteenheid. Hoe zullen de bestaande
obligaties worden behandeld? Hoe zullen ze worden
omgezet?

De heer Brouhns legt uit dat het onderzoek van
deze belangrijke problemen aan de gang is. Ter ge-
legenheid van de vergadering van de staatshoofden te
Madrid werd een beslissing genomen i.v.m. de
staatsschuld van alle landen: van bij het begin van de
derde fase zullen de nieuwe uitgaven van de staats-
schuld in euro moeten worden uitgegeven.

Het probleem van de eventuele omzetting van de
bestaande staatsschuld in euro blijft open en vergt
nog verder studiewerk.

Persoonlijk meent de heer Brouhns evenwel dat
voor de schatkistcertificaten de omschakeling spoed-
dig zal moeten gebeuren omdat deze gebonden zijn
aan het monetair beleid van de toekomstige Europese
Centrale Bank. Om technische redenen zullen reeds in
1999 alle schatkistcertificaten in Belgische frank ge-
leidelijk omgezet worden in schatkistcertificaten in
euro.

De O.L.O.'s betreffen voornamelijk professio-
nelen. Er is geen bezwaar om, in nauw overleg met de
financiële kringen, de lineaire obligaties ook om te
zetten in euro op relatief korte termijn.

Wat de volksleningen betreft (de «Philippe»), is
de toestand verschillend aangezien deze effecten in
handen van particulieren zijn, hetgeen noopt tot
voorzichtigheid.

B. Uiteenzetting door de heer Schmitt, directeur generaal van Belfox

In verband met Belfox dienen de volgende 3 punten
nader te worden toegelicht: de nieuwe bevoegdheden
van de marktautoriteit van Belfox, de impact van deze
nieuwe bevoegdheden op Belfox wat de kosten
betreft en de wijze van financiering van de marktauto-
riteit van Belfox.

objet de voir si les contrôleurs de première ligne font
leur travail et comment ils le font. Il est normal que le
principe d'un contrôle en seconde ligne s'applique
aussi au comité du Fonds des rentes qui est une auto-
rité de marché de première ligne.

Par exemple, la Commission bancaire et financière
peut vérifier si le règlement de marché exécute correc-
tement la loi et si le comité du Fonds des rentes exerce
adéquatement le pouvoir de contrôle dont il dispose.

Un autre membre demande si l'on a déjà analysé
quels sont les problèmes de conversion qui se pose-
ront au moment de la réalisation de l'union monétaire
européenne. Quel sera le sort des obligations existan-
tes? Comment seront-elles converties?

M. Brouhns répond qu'il s'agit de questions impor-
tantes et que l'on est en train de les examiner. Au
cours de la réunion des chefs d'États à Madrid, l'on a
pris une décision au sujet de la dette publique de
l'ensemble des pays: dès le début de la troisième
phase, les nouvelles émissions de la dette publique
devront avoir lieu en euro.

La question de la conversion éventuelle de la dette
publique existante en euro reste ouverte et requiert
une étude supplémentaire.

M. Brouhns estime toutefois que la conversion
devra se faire rapidement, pour ce qui est des certifi-
cats du Trésor, parce qu'ils dépendront de la politi-
que monétaire de la future Banque centrale euro-
péenne. Pour des raisons techniques, tous les certifi-
cats du Trésor libellés en francs belges seront progres-
sivement convertis, dès 1999, en certificats du Trésor
libellés en euro.

Les O.L.O. concernent principalement des profes-
sionnels. Rien ne s'oppose à ce qu'en concertation
étroite avec la communauté financière, l'on conver-
tisse également les obligations linéaires en euro dans
un délai relativement court.

En ce qui concerne les emprunts publics (les
«Philippe»), la situation est différente, étant donné
que les titres en question sont détenus par des particu-
liers, ce qui doit inciter à la prudence.

B. Exposé de M. Schmitt, directeur général de Belfox

En ce qui concerne Belfox, trois éléments impor-
tants doivent être développés: les nouvelles compé-
tences de l'autorité du marché de Belfox, l'impact de
ces nouvelles compétences sur Belfox en termes de
coûts et le mode de financement de l'autorité de
marché de Belfox.

1. De nieuwe bevoegdheden van de marktautoriteit van Belfox

De «nieuwe» bevoegdheden van de marktautoriteit van Belfox kunnen als volgt omschreven worden:

1^o beslissen over de aanvragen tot opnemingswijziging en schrapping in de notering van Belfox, van financiële instrumenten gekenmerkt door het feit dat ze slechts kunnen uitgegeven worden door één enkele en dezelfde emittent;

2^o toezien op de naleving van de gedragsregels genomen in uitvoering van artikel 36, § 2, van de wet;

3^o toezien, wat betreft de financiële instrumenten opgenomen in de notering van Belfox, op de naleving van de verplichtingen die voortvloeien uit de bepalingen van de artikelen 37 en 38 van de wet;

4^o toezien, overeenkomstig het koninklijk besluit genomen in uitvoering van artikel 39 van de wet en wat betreft de transacties afgesloten in financiële instrumenten opgenomen op Belfox, op de naleving van de kennisgevingsverplichtingen;

5^o toezien op de naleving van de wettelijke en reglementaire bepalingen inzake de occasionele informatie door de emittenten van de financiële instrumenten bedoeld in 1^o;

6^o toezien, wat betreft de transacties in op Belfox opgenomen financiële instrumenten, op de naleving van de bepalingen inzake misbruik van voorkennis zoals voorgeschreven bij Boek V van de wet van 4 december 1990;

7^o verzekeren van het beheer van een systeem ter inzameling en bewaring van de gegevens ter beschikking gesteld in het kader van de kennisgevingsverplichtingen;

8^o het toezicht bedoeld onder 2^o, 3^o, 4^o en 6^o is niet enkel en alleen van toepassing op de leden van Belfox (zoals dit nu bijvoorbeeld het geval is voor de gedragsregels), maar tevens op volgende bemiddelaars:

— alle personen of instellingen bedoeld in artikel 2, § 1, van de wet, die optreden als bemiddelaar en/of tegenpartij;

— de vennootschappen voor makelarij in financiële instrumenten, zoals bedoeld in Boek II, Titel II, van de wet, die tussenkomen in de hoedanigheid van makelaar;

wat betreft hun transacties in financiële instrumenten opgenomen in de notering van Belfox.

1. Les compétences nouvelles de l'autorité de marché de Belfox

Les compétences «nouvelles» de l'autorité de marché de Belfox peuvent être décrites comme suit:

1^o se prononcer sur les demandes d'inscription, de modification et de radiation dans la cote de Belfox, d'instruments financiers caractérisés par le fait qu'ils ne peuvent être émis que par un seul et même émetteur;

2^o veiller au respect des règles de conduite prises en exécution de l'article 36, § 2, de la loi;

3^o veiller, en ce qui concerne les instruments financiers inscrits à la cote de Belfox, au respect des obligations découlant des dispositions des articles 37 et 38 de la loi;

4^o veiller, conformément à l'arrêté royal pris en exécution de l'article 39 de la loi et en ce qui concerne les transactions conclues en instruments financiers inscrits sur Belfox, au respect des obligations de notification;

5^o veiller au respect des dispositions légales et réglementaires en matière d'informations occasionnelles, par les émetteurs des instruments financiers visés au 1^o;

6^o veiller, en ce qui concerne les transactions en instruments financiers inscrits sur Belfox, au respect des dispositions relatives au délit d'initié prescrites par le Livre V de la loi du 4 décembre 1990;

7^o assurer la gestion d'un système de collecte et de conservation des données mises à disposition dans le cadre des obligations de notification;

8^o la surveillance visée au 2^o, 3^o, 4^o et 6^o, n'est pas uniquement d'application aux membres de Belfox (comme c'est par exemple le cas actuellement en ce qui concerne les règles de conduite), mais également aux intermédiaires suivants:

— toutes les personnes ou établissements visés à l'article 2, § 1^{er}, de la loi, qui interviennent en qualité d'intermédiaire et/ou de contrepartie;

— les sociétés de courtage en instruments financiers telles que visées au Livre II, Titre II, de la loi, qui interviennent en qualité de courtier;

en ce qui concerne leurs transactions en instruments financiers inscrits à la cote de Belfox.

2. De impact van deze nieuwe bevoegdheden op Belfox c.v., de vennootschap die Belfox bestuurt

Voor elk van de nieuwe bevoegdheden vermeld onder punt 1 hierboven, wordt hierna aangegeven wat de impact hiervan is op de werking van Belfox c.v. en welke bijkomende behoeften hieruit kunnen voortvloeien:

1^o dergelijke instrumenten zijn momenteel niet beschikbaar op Belfox: de impact is bijgevolg onbestaand;

2^o Belfox voorziet reeds in gedragsregels voor haar leden die het voorwerp uitmaken van een toezicht vanwege een reeds bestaande toezichtsdienst (de «compliance» dienst) en een reeds bestaande handelsopvolgingsdienst (de «trading» dienst); deze gedragsregels worden in het kader van de uitwerking van artikel 36, § 2, van de wet uitgebreid, maar slechts in beperkte mate; recentelijk werd op Belfox een geautomatiseerd systeem ontwikkeld (het «Market Monitoring and Control System») dat een automatische opvolging van een belangrijk aantal van deze gedragsregels toelaat; men kan dus stellen dat, wat de leden betreft, de impact op Belfox c.v. onbestaand is (zometer verminderd omwille van het geautomatiseerd systeem);

3^o op Europees niveau werd op duidelijke wijze gesteld dat de instrumenten die momenteel op Belfox genoteerd worden (futures en opties) niet buitenbeurs kunnen verhandeld worden: de impact is bijgevolg onbestaand;

4^o rekening houdend met het feit dat de instrumenten die op Belfox genoteerd zijn niet buitenbeurs kunnen verhandeld worden (zie 3^o) zal er steeds voldaan worden aan de kennisverplichting in die zin dat wanneer een transactie op Belfox plaatsvindt, de kennisgeving automatisch is: de impact is bijgevolg onbestaand;

5^o instrumenten waarop een dergelijk toezicht van toepassing zou zijn, zijn momenteel niet beschikbaar op Belfox: de impact is bijgevolg onbestaand;

6^o deze bevoegdheid is volledig nieuw; het geautomatiseerd systeem voorzien voor de opvolging van de gedragsregels (zie 2^o), vergt echter een aantal aanpassingen om als «*financial instrument watch*» te kunnen functioneren; zodra deze aanpassingen doorgevoerd zijn zal de impact, voor wat betreft de opvolging van de leden, beperkt zijn dankzij dit systeem maar tevens omwille van het feit dat de controles in dit verband zullen opgenomen worden in het reeds bestaande controleprogramma van de «*compliance*» dienst;

2. L'impact de ces compétences nouvelles sur Belfox s.c., la société qui administre Belfox

Pour chacune des compétences reprises ci-dessus sous le point 1, l'impact sur le fonctionnement de Belfox s.c. et les besoins supplémentaires qui peuvent en découler sont indiqués ci-après:

1^o actuellement, de tels instruments ne sont pas disponibles sur Belfox; l'impact est de ce fait inexistant;

2^o Belfox dispose déjà de règles de conduite pour ses membres, qui font l'objet d'un contrôle exercé par un service de surveillance (le service «compliance») et par un service de suivi de marché (le service «trading»), deux services mis en place dès le démarrage de Belfox; par ailleurs, dans le cadre du développement des dispositions de l'article 36, § 2, de la loi, ces règles de conduite ont à peine dû être étendues; finalement, il a été procédé récemment, au sein de Belfox s.c., au développement d'un système automatisé (le «Market Monitoring and Control System») qui permet le suivi automatique d'une partie importante de ces règles de conduite; il peut dès lors être établi que — en ce qui concerne les membres — l'impact sur Belfox s.c. est inexistant (si pas réduit en raison de la mise en place du système automatisé);

3^o au niveau européen, il a été clairement établi que les instruments financiers actuellement inscrits sur Belfox (les futures et les options) ne peuvent être négociés hors-bourse; l'impact est de ce fait inexistant;

4^o tenant compte du fait que les instruments financiers actuellement inscrits sur Belfox ne peuvent pas être négociés hors bourse (cf. 3^o), l'obligation de notification sera toujours satisfaite dans la mesure où, quand la transaction a lieu sur Belfox, la notification est automatique; l'impact est de ce fait inexistant;

5^o des instruments financiers requérant une telle surveillance ne sont actuellement pas disponibles sur Belfox; l'impact est de ce fait inexistant;

6^o cette compétence est totalement nouvelle; le système automatisé, prévu pour le suivi des règles de conduite (cf. 2^o), exige cependant un certain nombre d'adaptations pour pouvoir fonctionner en tant que «*financial instrument watch*»; une fois ces adaptations réalisées, l'impact, en ce qui concerne le suivi des membres, sera limité en raison de l'existence de ce système, mais aussi en raison du fait que les contrôles liés à cette compétence seront inclus dans le programme de contrôle déjà en place du service «*compliance*»;

7° alle gegevens met betrekking tot de transacties die plaatsvinden op Belfox worden geregistreerd en opgeslagen en zijn beschikbaar voor consultatie (C.D.-R.O.M. systeem): de impact is bijgevolg onbestaand;

8° de uitbreiding van het toezicht van Belfox naar niet-leden toe heeft, voor wat betreft 2° en 6°, een impact op Belfox c.v.; men dient echter te vermelden dat dit enkel speelt in het kader van transacties die op Belfox plaatsgevonden hebben daar een buitenbeurshandel in de huidige op Belfox opgenomen financiële instrumenten niet mogelijk is: de impact hiervan op Belfox c.v. wordt geschat op een bijkomend personeelslid in de «compliance» dienst; de totale jaarlijkse kost hiervan zou zich situeren tussen 1 500 000 frank en 2 000 000 frank;

Voor wat betreft de impact op Belfox c.v., kan men bijgevolg volgende conclusies trekken:

Rekening houdend met de instrumenten die momenteel opgenomen zijn in de notering van Belfox, is de bijkomende last van de nieuwe bevoegdheden uitermate beperkt:

— een bijkomend personeelslid in de «compliance» dienst, a rato van 1 500 000 frank à 2 000 000 frank per jaar is te voorzien; deze bijkomende kost vloeit uitsluitend voort uit de uitbreiding van de toezichtsbevoegdheden naar niet-leden toe; de beslissing tot aanwerving zal echter pas genomen worden na een evaluatieperiode van zes maanden tijdens dewelke de behoefte concreet dient bevestigd te worden;

— voor het overige zijn we momenteel van mening dat Belfox haar bevoegdheden kan vervullen met de reeds bestaande middelen.

Bij de invoering van nieuwe financiële instrumenten die bijkomende toezichtstaken kunnen teweegbrengen, dient de raad van bestuur van Belfox c.v. voorafgaandelijk haar goedkeuring te verlenen voor de inplaatsstelling van de deelmarkten waarop deze instrumenten kunnen genoteerd worden. Bij deze beslissing kan bijgevolg met kennis van zaken rekening worden gehouden met de meerkost die uit mogelijk bijkomende toezichtstaken, eigen aan de notering van dergelijke instrumenten, zal voortvloeien.

3. De wijze waarop de financiering van de marktautoriteit van Belfox wordt voorzien

De financiering van de marktautoriteit is in handen van Belfox c.v., die hiervoor waarschijnlijk (nog nader te bepalen, met name rekening houdend met de mogelijke wijzigingen van de financieringstromen tussen de verschillende overheden betrokken bij het toezicht op de markten) afzonderlijke bijdragen zal

7° toutes les données relatives aux transactions effectuées sur Belfox sont enregistrées, archivées et disponibles pour consultation (système C.D.-R.O.M.); l'impact est de ce fait inexistant;

8° l'extension de la surveillance de Belfox à des non-membres, en ce qui concerne le 2° et le 6°, a un impact sur Belfox s.c.; il y a cependant lieu de préciser que ceci ne joue que dans le cadre de transactions effectuées sur Belfox, dans la mesure où le négoce hors bourse des instruments financiers actuellement inscrits sur Belfox n'est pas possible; l'impact sur Belfox s.c. est estimé à une personne supplémentaire dans le service «compliance»; le coût total annuel y correspondant est estimé à un montant se situant entre 1 500 000 francs et 2 000 000 de francs.

En ce qui concerne l'impact des compétences nouvelles sur Belfox, on peut donc conclure comme suit:

Compte tenu des instruments financiers actuellement inscrits à la cote de Belfox, la charge supplémentaire imposée par les compétences nouvelles est extrêmement faible:

— un employé supplémentaire, d'un coût de 1 500 000 francs à 2 000 000 de francs par an, est à prévoir au service «compliance»; ce coût supplémentaire provient exclusivement de l'extension des compétences de surveillance vers les non-membres; la décision effective d'embauche ne sera cependant prise qu'après une période d'évaluation de 6 mois pendant laquelle le besoin devra être concrètement confirmé;

— pour le reste, nous sommes pour l'instant d'avis que Belfox peut, avec les moyens dont elle dispose actuellement, exercer ses nouvelles compétences.

Lors de l'introduction de nouveaux instruments financiers pouvant donner lieu à l'exercice de tâches de surveillance supplémentaires, l'approbation préalable du conseil d'administration de Belfox s.c. au sujet de la mise en place des nouveaux marchés partiels sur lesquels ces instruments peuvent être inscrits, est requise. Lors de la prise de cette décision, le conseil pourra, en connaissance de cause, tenir compte du surcoût qui pourrait émaner des tâches de surveillance supplémentaires liées à la cotation de tels instruments.

3. La manière dont il est prévu de pourvoir au financement de l'autorité de marché de Belfox

Le financement de l'autorité de marché sera assuré par Belfox s.c., qui demandera à cette fin des contributions particulières (qui doivent encore être précisées, compte tenu notamment des modifications éventuelles des flux financiers entre les différentes autorités concernées par le contrôle des marchés) à ses

vragen aan haar leden en eventueel — in het kader van de aanwerving van het bijkomend personeelslid — aan de niet-leden waarop de marktautoriteit toezicht dient te houden.

Deze aparte bijdragen zullen echter, voor wat betreft de leden, in verhouding gecompenseerd worden door een verlaging van de transactiekosten op Belfox, wat tevens bevorderlijk zal zijn voor de werking van de markt.

De wijze waarop de bijdragen voor de marktautoriteit zullen bepaald worden, kan als volgt omschreven worden.

Teneinde de vergoedingen te bepalen waarmee haar werking wordt gefinancierd, stelt de marktautoriteit bij het begin van elk nieuw kalenderjaar een budget op dat rekening houdt met volgende posten:

1^o de volledige salariële kost van de leden van de marktcommissie prorata de tijd die zij aan de werking van de marktcommissie besteden;

2^o de volledige kost van het salaris van andere personeelsleden van Belfox c.v. prorata de tijd die zij besteden aan de taken die hen toebedeeld werden door de marktcommissie. Hieronder vallen inzonderheid en op voltijdse basis de personeelsleden van Belfox c.v. die deel uitmaken van de toezichtsdienst, ook «*compliance*» genoemd, alsook diegenen die deel uitmaken van de marktdienst, ook «*trading*» genoemd;

3^o de kosten van de ontwikkeling- en/of het ter beschikking stellen van alle, al dan niet geautomatiseerde systemen, mensen en middelen die de marktcommissie en de personeelsleden aan wie de marktcommissie bepaalde taken heeft toebedeeld, gebruiken of dienen te gebruiken ter volbrenging van hun taken;

4^o alle verplaatsings-, verblijfs- en andere kosten die de leden van de marktcommissie en de personeelsleden van Belfox c.v. aan wie de marktcommissie taken heeft toebedeeld, oplopen tijdens het volbrengen van hun taken;

5^o de huur- en afschrijvingskosten van de gebouwen waarin Belfox c.v. gevestigd is evenals de daaraan verbonden prorata gedeelte van de salariële kost van Belfox c.v. die, overeenkomstig 1^o en 2^o, is toegewezen aan de werking van de marktcommissie;

6^o alle kosten vanwege andere overheden en derden die de marktcommissie moet dragen bij de uitoefening van haar bevoegdheden (Belfox c.v. betaalt in dit verband reeds bijdragen aan de Commissie voor het Bank- en Financiewezen).

membres et éventuellement, dans le cadre de l'embauche d'un employé supplémentaire, aux non-membres sur lesquels l'autorité de marché doit exercer une surveillance.

Ces contributions particulières devront cependant, du moins en ce qui concerne les membres, être compensées, de manière proportionnelle, par une réduction des frais de transaction sur Belfox; telle réduction de frais sera, en outre, favorable au fonctionnement du marché.

Les contributions au profit de l'autorité de marché seront fixées comme suit.

L'autorité de marché établit, au début de chaque année civile, un budget, afin de fixer les montants devant lui permettre de financer son fonctionnement, en tenant compte des postes suivants:

1^o le coût total des salaires des membres de la commission de marché au prorata du temps qu'ils ont consacré au fonctionnement de la commission de marché;

2^o le coût total des salaires d'autres membres du personnel de Belfox s.c. au prorata du temps qu'ils consacrent aux tâches qui leur sont attribuées par la commission de marché; sont notamment visés, à temps complet, les membres du personnel de Belfox s.c. qui font partie du service de surveillance, également appelé le service «*compliance*», et du service de marché, également appelé le service «*trading*»;

3^o les frais de développement et/ou de mise à disposition de tous les systèmes, automatisés ou non, des personnes et des moyens, que la commission de marché et les personnes auxquelles la commission de marché confie des tâches, utilisent ou doivent utiliser afin d'accomplir leurs tâches;

4^o tous les frais de déplacement, de séjour et autres, que les membres de la commission de marché et les autres personnes auxquelles la commission de marché confie des tâches, occasionnent dans le cadre de l'accomplissement de leurs tâches;

5^o les frais de location et d'amortissement des bâtiments dans lesquels Belfox s.c. est établie ainsi que les charges y afférentes, au prorata de la part du coût de la masse salariale de Belfox s.c. qui, conformément aux 1^o et 2^o, est attribuée au fonctionnement de la commission de marché;

6^o tous les coûts émanant d'autres autorités ou de tiers et que la commission de marché doit assumer dans le cadre de l'exercice de ses compétences (il y a lieu de signaler que Belfox s.c. paie déjà une contribution à la Commission bancaire et financière).

Voormeld budget wordt voorgelegd aan de raad van bestuur. Zij beschikt over een maand om hierover haar eventuele opmerkingen door te geven.

Bij afwezigheid van opmerkingen wordt het budget als definitief goedgekeurd beschouwd.

In geval van opmerkingen wordt hiermee rekening gehouden door de marktcommissie die, indien zij van oordeel is dat dit haar werking niet zal belemmeren, de nodige aanpassingen zal uitvoeren.

Zodra het budget definitief vastgelegd is, zal Belfox c.v. erop toezien dat de marktcommissie over de vereiste vergoedingen beschikt.

Bespreking

Op vraag van een lid legt de heer Schmitt uit dat de niet-leden kredietinstellingen of beleggingsondernemingen zijn die geen lid zijn van Belfox. Eigenlijk brengen ze orders aan voor de leden van Belfox, maar ze zijn dan op zekere hoogte ook concurrenten. In dit verband wil de heer Schmitt wijzen op wat hem een aan te vullen leemte in de wet lijkt: het ontbreken van elke vorm van controle-, onderzoeks- en politiebevoegdheid van de marktautoriteiten ten opzichte van de niet-leden, de gevallen van *insider trading* en niet-naleving van artikel 148, §§ 1, 2 en 3, van de wet van 6 april 1995 buiten beschouwing gelaten. Die leemte sluit niet alleen elke vorm van toezicht op de niet-leden uit, bijvoorbeeld op het gebied van de deontologie, met alle gevolgen vandien, maar geeft ook aanleiding tot discriminatie van de verschillende marktdeelnemers: de leden worden op verschillende punten gecontroleerd en zijn daarvoor retributies verschuldigd, wat niet het geval is voor de niet-leden.

Een commissielid wenst te weten of het financieel voordelig is om geen lid te zijn van Belfox.

De heer Schmitt legt uit dat het *membership* een aantal voordelen biedt. Men kan evenwel slechts lid worden indien het transactievolume voldoende groot is. Men mag niet vergeten dat het *membership* investeringen, uitrusting en deskundig en degelijk opgeleid personeel vereist. Het voordeel is de directe en onmiddellijke toegang tot de markt.

Hetzelfde lid vraagt zich af of het denkbaar is dat twee concurrerende ondernemingen de optiemarkt delen, wanneer men buiten beschouwing laat dat die markt zeer beperkt is.

De heer Schmitt gelooft niet dat op Belgisch niveau enige concurrentie te verwachten is, noch tussen de bestaande markten noch door de oprichting van een nieuwe markt. De concurrentie zal eerder uit het buitenland komen.

Le budget susmentionné est soumis au conseil d'administration. Celui-ci dispose d'un mois pour faire part de ses remarques éventuelles à ce sujet.

S'il n'y a pas de remarques, le budget est considéré comme étant définitivement approuvé.

Si des remarques sont faites, elles seront prises en considération par la commission de marché qui, si elle est d'avis que son fonctionnement n'en sera pas affecté, effectuera les adaptations requises.

Une fois le budget définitivement fixé, Belfox s.c. veille à ce que la commission de marché dispose des moyens requis.

Discussion

À la demande d'un membre, M. Schmitt explique que les non-membres sont des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement qui ne sont pas membres de Belfox. Il s'agit en quelque sorte d'apporteurs d'ordres pour les membres de Belfox mais aussi, dans une certaine mesure de concurrents. Ceci permet à M. Schmitt de souligner ce qui lui semble être une lacune au niveau de la loi et qu'il y aurait lieu de combler: l'absence de tout pouvoir de contrôle, d'investigation et de police des autorités de marché envers les non-membres, exception faite pour les cas d'«*insider trading*» et de non-respect de l'article 148, §§ 1^{er}, 2 et 3, de la loi du 6 avril 1995. Outre l'impossibilité de contrôler les non-membres sur le plan par exemple de la déontologie, avec toutes les conséquences possibles, cette lacune donne également lieu à une discrimination entre les différents opérateurs sur les marchés: les membres sont soumis à divers contrôles et paient des redevances à cette fin, alors que ceci n'est pas le cas pour les non-membres.

Un membre de la commission souhaite savoir s'il y a un avantage financier à ne pas être membre de Belfox.

M. Schmitt explique que le fait d'en être membre comporte un certain nombre d'avantages, mais on ne devient membre que si on a un flux de transactions suffisant. On ne peut pas oublier que l'adhésion nécessite des investissements, de l'équipement et du personnel compétent et formé. L'avantage est l'accès direct et immédiat au marché.

Le même membre se demande s'il serait concevable qu'il y ait deux sociétés concurrentes qui se partagent le marché des options — abstraction faite de l'exiguïté du marché.

M. Schmitt ne croit pas qu'au niveau belge, on doive s'attendre à une concurrence, ni entre les marchés existants, ni par la création d'un nouveau marché. La concurrence viendra plutôt de l'étranger.

Het lid merkt op dat de buitenlandse deelnemers aan de financiële markten makkelijk opties op Belgische aandelen van enige betekenis kopen.

Volgens de heer Schmitt bestaat er geen twijfel over: onze kracht ligt in het feit dat onze markt georganiseerd en gecentraliseerd is en dat er gedragsregels zijn. Dat is een belangrijk commercieel argument. Een tweede gegeven is de verrekenkamer die aan de bij die kamer aangesloten leden de goede afloop waarborgt van alle transacties die op onze markt plaatshebben.

De heer Schmitt is van mening dat de toekomst in het teken van de toenadering zal staan: in de eerste plaats een toenadering tussen Belgische markten, daarna een toenadering tussen buitenlandse markten.

Een andere spreker verzoekt de heer Schmitt om enkele statistische gegevens over de transacties van de jongste jaren op de markt van Belfox.

Een tweede punt betreft de gedragsregels die de verschillende instellingen (Belfox, Rentenfonds, Commissie voor het Bank- en Financiewezen) hantieren. In welke mate zal men naar harmonisatie tussen de diverse regels streven, rekening houdend met de specificiteit van de verschillende markten? Enige mate van uniformiteit en harmonisatie zal het werk van de financiële instellingen vereenvoudigen. In welke mate zal men er ook naar streven om dubbele controles uit te sluiten?

De heer Schmitt deelt de gevraagde statistische informatie mee over het volume van de transacties. (Zie bijlage 2).

Wat betreft de uniformiteit in de gedragsregels en het toezicht over de leden, pleit ook de heer Schmitt voor meer harmonisatie. In het verleden werd er hierover reeds gesproken, doch wegens tijdsgebrek werden de gesprekken niet afgerond, doch de intentie om gezamenlijke regels op te stellen, blijft aanwezig. Zoals een commissielid reeds heeft aangehaald, mag men enerzijds de specificiteiten van de verschillende instellingen niet uit het oog verliezen, doch anderzijds zijn er ook regels waar de markten heel nauw bij elkaar betrokken zijn. Een voorbeeld is de *insider-trading*: Belfox kan op dit punt geen conclusies trekken indien men niet tegelijkertijd weet wat er op de beurs gebeurt.

De heer Schmitt pleit voor samenwerking tussen de verschillende markten, zelfs voor één gezamenlijke marktautoriteit op termijn.

Een commissielid verwijst naar de tabel waarin het organigram van de verschillende marktautoriteiten en hun respectieve bevoegdheden is opgenomen en dat door de minister van Financiën is meegedeeld in het kader van het verslag over de wet van 30 januari 1996 tot wijziging van de wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs en de wet van 4 december 1990 op de

Le membre remarque que les opérateurs financiers étrangers achètent facilement des options sur les actions belges d'une certaine importance.

Selon M. Schmitt, il n'y a pas de doute: notre force vient du fait que notre marché est organisé et centralisé et qu'il comporte des règles de conduite. Ceci est un argument commercial important. Un deuxième élément est la chambre de compensation qui donne une garantie de bonne fin à ses adhérents sur toutes les transactions qui ont lieu sur notre marché.

M. Schmitt estime que l'avenir sera un avenir de rapprochement: d'abord un rapprochement entre marchés belges, ensuite un rapprochement entre marchés étrangers.

Un autre intervenant demande à M. Schmitt de fournir quelques statistiques sur les transactions de ces dernières années sur le marché de Belfox.

Un second point concerne les règles de conduite adoptées par les différentes institutions (Belfox, Fonds des rentes, Commission bancaire et financière). Dans quelle mesure s'efforcera-t-on d'harmoniser ces diverses règles, tout en tenant compte de la spécificité des différents marchés? Un certain degré d'uniformité et d'harmonisation simplifierait le travail des institutions financières. Dans quelle mesure s'efforcera-t-on aussi d'éviter les doubles contrôles?

M. Schmitt communique les statistiques demandées sur le volume des transactions. (Voir l'annexe 2).

En ce qui concerne l'uniformité des règles de conduite et le contrôle des membres, M. Schmitt préconise lui aussi une harmonisation accrue. Il en a déjà été question dans le passé, mais les discussions n'ont pu être menées à terme par manque de temps. L'intention d'établir des règles communes subsiste toutefois. Comme l'a déjà dit un commissaire, il ne faut pas perdre de vue les spécificités des différentes institutions, mais il faut savoir que certaines règles touchent à des points sur lesquels les marchés sont très proches les uns des autres. L'exemple des délits d'initiés le montre: Belfox ne peut pas tirer de conclusions dans ce domaine, s'il ne sait pas en même temps ce qui se passe à la bourse.

M. Schmitt plaide pour une collaboration entre les différents marchés et même pour la création, à terme, d'une autorité de marché unique.

Un membre de la commission fait référence au tableau représentant l'organigramme des différentes autorités du marché et de leurs compétences respectives, que le ministre des Finances a fourni dans le cadre du rapport sur la loi du 30 janvier 1996 modifiant la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placement et de la loi du 4 décembre 1990 relative aux

financiële transacties en de financiële markten (verslag Didden, Gedr. St. Kamer, nr. 287/3, 95/96, blz. 11).

Volgens die tabel bestaan er reeds samenwerkingsprotocollen over het toezicht tussen de 4 autoriteiten die belast zijn met een eerstelijnscontrole.

De heer Schmitt legt uit dat hij geen weet heeft van officiële protocollen die de 4 eerstelijnsautoriteiten zouden hebben gesloten. Het wetsontwerp voorziet echter in de mogelijkheid die samenwerkingsprotocollen op te stellen. Hij meent evenwel dat het Rentenfonds en de Commissie voor het Bank- en Financiewezen reeds een dergelijk protocol hebben gesloten.

C. Uiteenzetting door de heer Lefebvre, voorzitter van het directiecomité van de Effectenbeursvennootschap van Brussel

De heer Lefebvre merkt in eerste instantie op dat de timing een beetje ongelukkig is aangezien de uitvoeringsfase nog niet is afgerond. Het directiecomité van de beurs werkt immers nog niet ten volle en een groot deel van de regelgeving is nog niet beschikbaar. Dit debat biedt niettemin het voordeel van gedachten te kunnen wisselen in een zeer vroeg stadium van de hervorming, wat op zich interessant is.

De heer Lefebvre wenst drie aspecten aan te snijden:

1. de belangrijkste taken van het directiecomité als marktautoriteit;
2. de middelen die aangewend zullen worden om die taken uit te voeren;
3. de wijze waarop de onafhankelijkheid van het directiecomité in de praktijk gewaarborgd zal worden, wat een onontbeerlijke voorwaarde is voor de goede werking als marktautoriteit.

I. Belangrijkste taken van het directiecomité van de beurs als marktautoriteit

De belangrijkste taken van het directiecomité van de beurs houden verband met de goede werking van de markten en de bescherming van de beleggers die zich op die markten aandienen. Het directiecomité is niet bevoegd om op haar leden prudentieel toezicht te houden, hoewel de financiële stabiliteit van de leden voor het directiecomité indirect van belang is, onder meer omdat het directiecomité verantwoordelijk is voor de goede afloop van de verrichtingen.

De belangrijkste taak van het directiecomité is het waarborgen van de integriteit van de markt. Wat moet met verstaan onder integriteit van de markt?

opérations financières et aux marchés financiers (rapport Didden, Doc. Chambre, n° 287/3, 95/96, p. 11).

Selon ce tableau, des protocoles de collaboration en matière de contrôle existent déjà entre les quatre autorités de première ligne.

M. Schmitt explique qu'il n'a pas connaissance de protocoles officiels établis entre les quatre autorités de première ligne, mais que le projet de loi prévoit notamment la possibilité d'établir ce type de protocoles. Il croit cependant savoir qu'il existe un protocole de collaboration entre le Fonds des rentes et la Commission bancaire et financière.

C. Exposé de M. Lefebvre, président du comité de direction de la société de la Bourse des Valeurs mobilières de Bruxelles

Préalablement, M. Lefebvre souligne que le timing est un peu inconfortable puisque nous sommes au milieu du gué. En effet, d'une part, le comité de direction de la Bourse n'est pas encore pleinement en fonction; d'autre part, une bonne partie du cadre réglementaire n'est pas encore disponible. Néanmoins, ce débat offre l'avantage de pouvoir échanger des vues à un stade très précoce de la mise en œuvre de la réforme, ce qui en soit est intéressant.

M. Lefebvre souhaite aborder trois aspects:

1. rappeler quelles sont les principales responsabilités qui incombent au comité de direction en tant qu'autorité de marché;
2. quelles sont les moyens qu'il compte mettre en œuvre pour accomplir cette mission;
3. et enfin, comment dans la pratique sera garantie l'indépendance du comité de direction, indispensable à son bon fonctionnement en tant qu'autorité de marché.

I. Rappel des principales responsabilités du comité de direction de la Bourse en tant qu'autorité de marché

Le comité de direction de la Bourse a des responsabilités qui concernent essentiellement le bon fonctionnement des marchés et la protection des investisseurs qui s'y présentent. Le comité de direction n'a pas de compétences prudentielles sur ses membres quoiqu'il soit indirectement concerné par les aspects de stabilité financière de ceux-ci, notamment dans sa responsabilité relative à la bonne fin des opérations.

La responsabilité principale du comité de direction est véritablement de garantir l'intégrité du marché. Que faut-il entendre par intégrité du marché?

Men kan dat begrip kort en bondig definiëren aan de hand van de volgende voorwaarden:

- alle marktdeelnemers moeten volgens dezelfde regels en op een billijke wijze handelen;
- de prijzen moeten de realiteit van het markt-evenwicht weerspiegelen.

Wat kan die integriteit in het gedrang brengen?

De voornaamste voorbeelden waaraan iedereen denkt, zijn het misbruik van voorkennis, de manipulatie van de koersvorming, *front-running* enz.

In al die gevallen wordt immers aan ten minste een van de twee opgesomde voorwaarden niet voldaan.

De wetgever ziet in de taken die hij aan het directiecomité heeft opgedragen, een middel om de oorzaken van de aantasting van de marktintegriteit te bestrijden. Essentieel hierbij is het toezicht op de naleving door de verschillende marktdeelnemers van hun verplichtingen:

- verplichtingen van de emittenten inzake koersgevoelige of occasionele informatie;
- verplichtingen van de leden met betrekking tot de naleving van de marktregels en van de deontologische regels.

II. Welke middelen zal de beurs aanwenden om zich van haar taken te kwijten?

a) In de eerste plaats moeten de spelregels definitief worden vastgesteld. Talrijke teksten worden voorbereid:

- het koninklijk besluit houdende vaststelling van het beursreglement, dat begin volgende week zou moeten worden goedgekeurd;
- het ontwerp van markreglement dat wordt voorbereid door het directiecomité en dat voor advies zal worden voorgelegd aan de Commissie voor het Bank- en Financiewezen en ter goedkeuring aan de minister van Financiën zodra het comité officieel zal zijn geïnstalleerd;
- het organiek reglement en het huishoudelijk reglement waarin alle procedures worden vastgelegd en die beide voor advies moeten worden voorgelegd aan de Commissie voor het Bank- en Financiewezen.

b) Er loopt een zeer belangrijk programma dat de hervorming beoogt van de beursstructuren ten einde de beurs technische en menselijke middelen ter beschikking te stellen die noodzakelijk zijn voor de uitvoering van haar taken. In dit hervormingsplan wordt het directiecomité als marktautoriteit bijgestaan door drie cellen die een centrale rol zullen spelen:

- de noteringsdirectie, die de dossiers inzake introductie, schrapping en schorsing van beurswaar-

On peut la définir de manière lapidaire par ces deux conditions:

- tous les intervenants doivent jouer selon les mêmes règles et en équité;
- les prix doivent représenter la réalité de l'équilibre de marché.

Qu'est-ce qui peut menacer cette intégrité?

Les principaux exemples auxquels tout le monde songe sont le délit d'initié, la manipulation de cours, le *front-running*, etc.

En effet, dans tous ces cas, au moins une des deux conditions mentionnées ne sont pas respectées.

Les missions que la loi a confiées au comité de direction visent à donner à celui-ci les moyens de lutter contre les causes de ces déficiences d'intégrité. Cela passe pour l'essentiel par la surveillance du respect des obligations des différents intervenants:

- obligations des émetteurs en matière d'information occasionnelle ou sensible;
- obligations des membres en ce qui concerne le respect des règles de marché ainsi que des règles de déontologie.

II. Quels sont les moyens que la Bourse va mettre en œuvre pour assurer ses responsabilités?

a) Il convient tout d'abord d'achever de préciser les règles du jeu. De nombreux textes sont en préparation:

- l'arrêté royal fixant le règlement de la Bourse, qui devrait pouvoir être approuvé au début de la semaine prochaine;
- le projet de règlement de marché en cours de préparation par le comité de direction et que celui-ci pourra transmettre pour avis à la C.B.F. et pour approbation au ministre des Finances dès que le comité sera officiellement entré en fonction;
- le règlement organique et le règlement d'ordre intérieur fixant l'ensemble des procédures qui tous deux doivent également recevoir l'avis de la C.B.F.

b) Un programme très important de transformation des structures de la Bourse est en cours en vue de doter celle-ci des moyens humains et techniques nécessaires à l'accomplissement de ses missions. Dans ce plan de transformation, trois cellules joueront un rôle tout à fait central pour aider le comité de direction dans ses missions d'autorité de marché:

- la direction de la cote, qui, d'une part, préparera les dossiers d'admission, de radiation et de

den zal voorbereiden en tevens toezicht zal uitoefenen op de verplichtingen van de emittenten inzake occasionele informatie;

— de cel toezicht op de markten, die tot taak heeft abnormale verschijnselen op de markten op te sporen en die daarvoor een beroep zal kunnen doen op aangepaste software;

— tenslotte de cel analyse en onderzoek, die in de verschillende dossiers onderzoek verricht voor rekening van het directiecomité om het in staat te stellen zijn taak uit te oefenen, onder meer zijn injunctie- en bestraffingsbevoegdheden. De cel analyse en onderzoek zal onderzoek verrichten op basis van de aanwijzingen van de cel toezicht, op verzoek van de noteringsdirectie, op verzoek van het directiecomité, naar aanleiding van klachten of op eigen initiatief. Zij kan ook een preventief onderzoek instellen.

Zoals in de inleiding reeds gezegd, is dit werkelijk een zeer actuele kwestie aangezien de hervorming thans in een uitvoeringsstadium verkeert. Op maandag 29 januari 1996 worden de projectleiders officieel aangewezen en intussen buigt men zich over de werving van personeel en de staffing, vooral voor de cel analyse. Zoals overeengekomen met het C.I.F. en de C.B.F. wordt bij die aanwervingen voorrang verleend aan het personeel van die twee instellingen, ten einde de totale kostprijs van de controlestructuur niet te verzwaren.

Twee andere belangrijke taken zijn het vermelden waard:

— Ten eerste, de toelating en de schrapping van de leden, waarvan één bijzonder aspect voortvloeit uit het *remote membership*. Zoals bekend staat de Europese richtlijn ondernemingen die beleggingsdiensten verrichten en die gevestigd zijn in andere Lid-Staten, toe lid te worden van de beurs van Brussel. Dat is het zogenaamde *remote membership*, dat vooral voor een klein financieel centrum als het onze een belangrijke strategische troef is. Dat vereist evenwel dat wij daarop voorbereid zijn, niet alleen op het technische vlak maar ook wat de te sluiten overeenkomsten betreft aangezien die leden niet optreden binnen het Belgische rechtstelsel. Daarenboven moeten samenwerkingsprotocollen gesloten worden met de autoriteiten van de landen van herkomst.

— In de tweede plaats heeft het directiecomité tot taak te zorgen voor de goede afloop van de verrichtingen op de beursmarkten. Thans wordt de vereffening georganiseerd door de Coöperatieve tot vereffening van de beurstransacties. Zij beschikt alle dagen over een overzicht van de posities van haar leden wat de termijnmarkt betreft, evenals over de bijzonderheden van de transacties op de contantmarkt. Dit

suspension des valeurs et, d'autre part, assurera la surveillance des obligations des émetteurs en matière d'information occasionnelle;

— la cellule de surveillance des marchés, qui aura pour mission de détecter les anomalies qui peuvent être observées sur les marchés et qui sera équipée de logiciels appropriés qui devront l'aider à détecter ces anomalies;

— enfin, la cellule d'analyses et d'enquêtes, qui aura pour mission d'instruire véritablement les dossiers pour le compte du comité de direction en vue de lui permettre d'exercer sa mission, notamment ses pouvoirs d'injonction et de sanction. La cellule d'analyses et d'enquêtes travaillera sur la base des indications de la cellule de surveillance, à la demande de la direction de la cote, à la demande du comité de direction, sur la base de plaintes, ou encore de sa propre initiative. Elle pourra également effectuer des enquêtes préventives.

Comme dit dans l'introduction, nous sommes véritablement en pleine actualité puisque les travaux de mise en œuvre de ces projets sont en cours. Ce lundi 29 janvier 1996, les responsables de projets seront officiellement désignés et le processus de recrutement et de staffing, en particulier pour la cellule d'analyses, est en cours. Comme convenu avec la C.I.F. et la C.B.F., une priorité est donnée, dans le cadre de ces recrutements, au personnel de ces deux institutions. Ceci, dans un souci de ne pas augmenter le coût global de la structure de contrôle.

Deux autres missions d'autorité méritent d'être mentionnées:

— Premièrement, la mission d'admission et de radiation des membres dont une dimension particulière découle du *remote membership*. Comme on le sait, la directive européenne permet à des entreprises de services d'investissement établies dans d'autres États membres de devenir membre de la Bourse de Bruxelles. C'est ce qu'il est convenu d'appeler le *remote membership*. Il représente un enjeu stratégique important en particulier pour une petite place financière comme la nôtre. Celui-ci requiert toutefois que nous soyons prêts, non seulement sur le plan technique, mais également sur le plan du cadre conventionnel, qui doit suppléer au fait que ces membres n'opèrent pas dans le champ juridique belge. De plus, des protocoles de collaboration avec les autorités des pays d'origine doivent être conclus.

— Deuxièmement, le comité de direction a également la responsabilité d'assurer la bonne fin des opérations conclues sur les marchés boursiers. Actuellement, la liquidation est organisée par la Coopérative de liquidation des marchés. Elle dispose tous les jours de l'ensemble des positions de ses membres, en ce qui concerne le marché à terme, ainsi que du détail des opérations effectuées sur le marché au comptant.

systeem, dat op heden feilloos heeft gewerkt, lijkt niet meer aangepast aan de evolutie van nieuwe ontwikkelingen op de markten, aan de internationale eisen en aan de toegenomen diversiteit van onze leden. De beurs wil het vervangen door een *clearings*systeem dat steunt op een specialisatie van de statuten van de *clearing members* en de verhandelende leden en op een geautomatiseerde opvraging van aanvullende dekking (*margin call*).

III. Beslissing van het directiecomité en onafhankelijkheid

Zoals de wetgever heeft bepaald, is de onafhankelijkheid van het directiecomité ten opzichte van de leden een *conditio sine qua non* voor de uitoefening van zijn taak als marktautoriteit.

Opgemerkt zij in de eerste plaats dat er een zekere convergentie bestaat tussen de beheers- en managementtaken van de beurs en de taak als marktautoriteit. In een Europese markt waar er een directe concurrentie bestaat tussen alle beursmarkten, zal de beurs die er niet in slaagt op een geloofwaardige manier de integriteit van de markt te waarborgen, onmiddellijk worden afgestraft ten voordele van concurrerende financiële centra. Meer dan ooit zal de goede reputatie van een markt inzake integriteit een doorslaggevend argument zijn in de concurrentieslag. Dat geldt *a fortiori* voor de kleinste financiële centra.

De wet garandeert de onafhankelijkheid van het directiecomité via een aantal mechanismen. Ze waarborgt volkomen onafhankelijkheid voor de taak van marktautoriteit en bepaalt dat het directiecomité instaat voor het algemeen bestuur van de Effectenbeursvennootschap, binnen het kader van het algemene beleid dat door de raad van bestuur en onder zijn toezicht is uitgestippeld. Een protocol dat de betrekkingen tussen het directiecomité en de raad van bestuur regelt, is bijna klaar en verduidelijkt de betrekkingen tussen de twee organen wat de bestuursfuncties betreft. Deze tekst zal bijdragen tot het waarborgen van de onafhankelijkheid van het directiecomité en derhalve van de sereniteit waarmee het zijn opdracht als marktautoriteit uitoefent.

Tenslotte herinnert de heer Lefebvre eraan dat de wet bepaalt dat de diverse marktautoriteiten samenwerkingsprotocollen kunnen sluiten op het gebied van het toezicht. Spreker is van oordeel dat een dergelijke samenwerking noodzakelijk is om twee doelstellingen te bereiken:

— de eerste doelstelling is de samenhang. Het is immers raadzaam ervoor te zorgen dat het toezicht op de markten volledig en samenhangend is, in het bijzonder met betrekking tot de derivaten en de onderliggende waarden;

Ce système qui a fonctionné sans faille jusqu'ici ne paraît plus adapté à l'évolution des marchés, aux exigences internationales et à la diversité accrue de nos membres. La Bourse envisage de le remplacer par un système de compensation basé sur une spécialisation des statuts des membres compensateurs et des négociateurs ainsi que sur un mécanisme automatisé d'appel de marge.

III. Décision du comité de direction et indépendance

Comme l'a clairement prévu le législateur, l'indépendance du comité de direction par rapport aux membres est une condition *sine qua non* de l'exercice de sa fonction d'autorité de marché.

Il faut tout d'abord rappeler qu'il y a convergence entre les fonctions de gestion et de développement de la Bourse, et celle d'autorité de marché. En effet, dans un marché européen qui met en concurrence directe l'ensemble des marchés boursiers, celui qui ne sera pas en mesure d'assurer de manière crédible le respect de l'intégrité des marchés sera immédiatement écarté au profit des places concurrentes. Plus que jamais, la bonne réputation d'un marché en matière d'intégrité sera un argument compétitif déterminant. Ceci est particulièrement vrai pour les plus petites places financières.

La loi garantit l'indépendance du comité de direction par une série de mécanismes. Elle garantit cette indépendance de manière totale en ce qui concerne la fonction d'autorité et prévoit, en ce qui concerne la gestion de la Bourse, que celle-ci est assurée par le comité de direction dans le cadre de la politique générale définie par le conseil d'administration et sous sa surveillance. Un protocole fixant les relations entre le comité de direction et le conseil d'administration est presque finalisé et précisera les relations entre les deux organes en ce qui concerne les fonctions de gestion. Ce texte contribuera à garantir l'indépendance du comité de direction et donc sa sérénité dans l'exercice de ses fonctions d'autorité.

Enfin, M. Lefebvre rappelle que la loi prévoit la possibilité pour les diverses autorités de marché de conclure des protocoles de collaboration dans le domaine de la surveillance. Il est d'avis qu'une telle collaboration est nécessaire afin de poursuivre deux objectifs:

— le premier est un objectif de cohérence. Il convient en effet de s'assurer que la surveillance des marchés soit complète et cohérente, notamment entre les instruments dérivés et les sous-jacents;

— de tweede doelstelling is het voorkomen van overlappingen en het rationaliseren van de middelen.

Bespreking

Een commissielid merkt op dat er volgens de tabel die werd opgenomen op blz. 11 van het verslag over de wet van 30 januari 1996 tot wijziging van de wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs en de wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten (Gedr. St. Kamer nr. 287/3 - 1995/1996), samenwerkingsprotocollen inzake controle zouden bestaan tussen de vier eerstelijnsinstanties. Hij vraagt de heer Lefebvre of dergelijke protocollen reeds bestaan in het geval van het directiecomité van de effectenbeursvennootschap van Brussel.

De heer Lefebvre verklaart dat er in dit stadium nog geen samenwerkingsprotocollen bestaan. Hij voegt er evenwel aan toe dat met bepaalde autoriteiten contacten werden gelegd om die protocollen voor te bereiden. Hij acht die protocollen belangrijk om twee redenen. In de eerste plaats kan zo een samenhangend beleid gevoerd worden. Het duidelijkste voorbeeld is het waarborgen van een coherent toezicht op de onderliggende waarden en de derivaten. Misbruik van voorkennis bij transacties is mogelijk door zowel aandelentransacties als transacties met opties op aandelen te combineren. Het is duidelijk dat wanneer de marktautoriteiten beide markten afzonderlijk controleren, naar alle waarschijnlijkheid niets wordt ontdekt. Afspraken op het niveau van het toezicht zijn dus essentieel ten einde de doeltreffendheid te vergroten.

Het lid vraagt of erop wordt toegezien dat geen elkaar overlappende cellen worden opgericht.

De heer Lefebvre antwoordt dat de samenwerking vanzelfsprekend ook tot doel heeft de kostprijs van het toezicht te beperken en dus zoveel mogelijk middelen gemeenschappelijk te houden om te voorkomen dat de toezichtstaken elkaar overlappen.

Hetzelfde lid vraagt of België niet beter af zou zijn met één enkele instantie die zorgt voor het eerstelijns-toezicht.

De heer Lefebvre herinnert eraan dat de wetgever een andere keuze heeft gemaakt. Daarbij overheerste de gedachte dat het eerstelijns-toezicht zo dicht mogelijk bij de transacties en dus bij de markt diende te staan. Het feit dat het toezicht werkelijk op het niveau van de markten werd geïnstalleerd, was dus een bewuste keuze. Het nadeel van die oplossing kan

— le deuxième objectif de la collaboration doit être d'éviter des duplications de fonctions et de rationaliser les moyens.

Discussion

Un membre de la commission fait remarquer que le tableau figurant à la page 11 du rapport sur la loi du 30 janvier 1996 modifiant la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements, et la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers (Doc. Chambre, n° 287/3 — 95/96) prévoit qu'il existerait des protocoles de collaboration en matière de contrôle entre les quatre instances qui sont en première ligne. Il demande à M. Lefebvre si, dans le cas du comité de direction de la Société de la Bourse des valeurs mobilières de Bruxelles, de tels protocoles existent déjà.

M. Lefebvre déclare qu'à ce stade, il n'existe pas encore des protocoles de collaboration. Il ajoute que, toutefois, les contacts préliminaires avec certaines autorités ont commencé pour préparer ces protocoles. Il juge que ces protocoles sont importants pour deux raisons. D'une part, pour être sûr de couvrir l'ensemble du champ de manière cohérente. L'exemple le plus évident est d'assurer la cohérence de la surveillance entre les instruments sous-jacents et les instruments dérivés. Un délit d'initié peut être effectué en termes de transactions en combinant des opérations tant sur les actions que sur les options sur actions. Il est clair que si les autorités de marché regardent les deux marchés séparément, il est probable que rien n'apparaîtra. Il est donc essentiel d'avoir un accord au niveau de la surveillance de manière à en renforcer l'efficacité.

Le membre demande s'il est envisagé de ne pas créer de cellules qui fassent double emploi.

M. Lefebvre répond que l'autre préoccupation de la collaboration est évidemment de limiter le coût de la surveillance et donc d'essayer de mettre au maximum des moyens en commun pour éviter de dupliquer ces fonctions de surveillance.

Le préopinant se demande si un organisme unique de contrôle de première ligne ne devrait pas s'imposer en Belgique.

M. Lefebvre rappelle que tel n'est pas le choix qui a été fait par le législateur. La logique qui a prévalu à ce choix était de rapprocher autant que possible le contrôle de première ligne des transactions et donc du marché. Le fait de l'avoir véritablement installé au niveau des marchés se justifie pleinement. L'inconvénient de cette solution peut être pallié par la coopéra-

worden verholpen door samenwerking tussen de marktautoriteiten zonder dat daarvoor een bijkomende instelling moet worden opgericht die de kostprijs van de structuren alleen maar zou doen toenemen.

De heer Lefebvre kondigt aan dat op maandag 29 januari 1996 de verantwoordelijkheid van een aantal personen (bij de beurs van Brussel) zal worden bevestigd in de concrete uitwerking van de diverse instrumenten waarvan de beurs gebruik zal maken. Daartoe behoort de aanwerving van personen die de betrokken cellen kunnen leiden. Het gaat vooral om de cel «analyse» aangezien de beurs voor de cel «toezicht» reeds beschikt over een aantal mensen die in de cel «toezicht C.A.T.S.» een belangrijke marktervaring hebben opgedaan. Die cel zal worden omgevormd zodat het toezicht dat zij zal moeten uitoefenen, uitgebreider zal zijn dan tot op heden het geval was. Wat de cel «analyse» betreft, moet de beurs evenwel extra mensen aantrekken. Dit proces is op gang gebracht en met de instemming van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen en het C.I.F. wordt voorrang gegeven aan het personeel dat thans tewerkgesteld is bij de C.B.F. of het C.I.F.

Een lid vraagt de heer Lefebvre om statistische informatie over het volume dat verhandeld werd op de effectenbeurs van Brussel tijdens de laatste vier jaar (1992 tot 1995). (Zie bijlage 4.)

Volgens een ander commissielid wordt het, naarmate de uiteenzettingen elkaar opvolgen, steeds duidelijker dat de controlestructuren in België zeer ingewikkeld en versnipperd zijn. Er bestaat een soort driehoeksverhouding tussen het directiecomité, de raad van bestuur en de C.B.F. Volgens spreker stellen deze structuren onduidelijkheid in termen van verantwoordelijkheden van de diverse niveau's die waarschijnlijk ook voor buitenlandse instellingen weinig doorzichtigheid bieden. Tot wie moeten zij zich wenden voor wat en welke regels moeten worden gevolgd?

Op welke onderliggende rationaliteit wordt hier gesteund om de controle op de financiële markten op zo'n ingewikkelde manier uit te bouwen? Hoe zullen de relaties tussen de diverse eerste lijnscontroleinstanties op een efficiënte manier worden georganiseerd? Op papier zijn protocollen mooi maar indien iedereen zijn eigen interpretatie aan deze protocollen geeft, zal de samenwerking dode letter blijven.

In verband met de ingewikkelde structuren en het vermogen van buitenlandse marktdeelnemers om hun weg daarin te vinden, meent de heer Lefebvre dat uit een vergelijkende studie van de bestaande structuren in de andere markten twee zaken blijken. Een eerste punt is dat er geen universeel model qua structuur

tion entre les autorités de marché sans devoir créer un organe supplémentaire qui, d'une manière ou d'une autre, alourdirait le coût des structures.

M. Lefebvre annonce que le lundi 29 janvier 1996, la responsabilité d'un certain nombre de personnes (à la Bourse de Bruxelles) sera confirmée dans la préparation concrète des divers instruments dont la Bourse fera usage. Cela comprendra le recrutement de personnes susceptibles de «staffer» ces cellules. Cela concerne principalement la cellule d'analyses puisqu'au niveau de la cellule de surveillance, la Bourse a déjà un certain nombre de personnes qui ont acquis, dans la cellule de «surveillance C.A.T.S.», une expérience de marché importante; cette cellule de surveillance C.A.T.S. sera transformée de façon à ce que son champ d'application soit plus large qu'il ne l'était jusqu'à présent. Mais en ce qui concerne la cellule d'analyses, la Bourse doit acquérir des ressources supplémentaires et ce processus est en cours; avec l'accord de la C.B.F., et de la C.I.F., l'on a accordé la priorité au personnel occupé actuellement à la C.B.F. ou à la C.I.F.

Un membre demande à M. Lefebvre de pouvoir recevoir des informations statistiques sur les volumes qui ont été traités par la bourse de valeurs mobilières de Bruxelles au cours des quatre dernières années (1992 à 1995). (Voir l'annexe 4.)

Un autre commissaire estime qu'au fur et à mesure que les exposés se suivent, il devient de plus en plus clair que les structures de contrôle sont très compliquées et très fragmentées en Belgique. Il existe une espèce de relation triangulaire entre le comité de direction, le conseil d'administration et la C.B.F. L'intervenant est d'avis que ces structures créent la confusion en ce qui concerne les responsabilités des différents niveaux, lesquels sont probablement très peu transparents aussi aux yeux des intervenants étrangers. À qui ces derniers doivent-ils s'adresser, dans quels cas précis doivent-ils le faire et quelles règles doivent-ils respecter?

Sur quelle rationalité sous-jacente se base-t-on pour compliquer à ce point le contrôle sur les marchés financiers? Comment fera-t-on pour organiser efficacement les relations entre les différentes instances de contrôle de première ligne? Sur papier, les protocoles sont de belles choses, mais si chacun les interprète à sa façon, la collaboration n'aura pas lieu.

Sur la question de la complexité des structures et la capacité pour les intervenants étrangers de s'y retrouver, M. Lefebvre croit qu'une analyse comparée des structures existantes dans les autres marchés montre deux choses. D'abord, il n'y a pas de modèle universel en matière de structures de contrôle. Si l'on prend des

bestaat. In de lidstaten van de Europese Unie verschillen de modellen van land tot land. In alle gevallen zijn er autoriteiten die vrij specifieke, maar verschillende opdrachten hebben. Het prudentieel toezicht en het toezicht op de markten worden, praktisch in alle gevallen, uitgeoefend door verschillende autoriteiten. De heer Lefebvre denkt dus niet dat België zich van onze bureaus onderscheidt door een grotere ingewikkeldheid van het systeem. Volgens hem mag men ook niet zeggen dat België zich onderscheidt door vindingrijkheid: er zijn immers geen algemene regels. Daarenboven is uit de vergelijkende studie gebleken dat er een aantal logische structuren zijn die als inspiratiebron kunnen dienen. De heer Lefebvre gelooft dat de vorm van huidige controlestructuur van de financiële markten vooral aan dit laatste punt toe te schrijven is.

Voor de heer Lefebvre is het niet zeker dat die structuur werkelijk zo complex en verwarrend is. Hij meent zelfs van niet: men heeft immers geprobeerd een bepaalde symmetrie in te voeren op het niveau van de vier gereglementeerde Belgische markten. Die markten hebben analoge bevoegdheden, een gemeenschappelijke commissie van beroep, een zelfde tweede lijnstoezichthouder. Er zit dus een zekere samenhang in het geheel, wat mogelijke verwarring beperkt.

In verband met de samenwerking tussen de verschillende marktautoriteiten en in het bijzonder tussen de beurs van Brussel en Belfox verklaart de heer Lefebvre dat de voorstellen die de beurs zal voorleggen aan Belfox soepel aangepast kunnen worden. In de meest ambitieuze voorstellen wordt aan Belfox voorgesteld om op het niveau van de cel «toezicht» van de beurs, een gemeenschappelijk toezicht op de twee markten in te voeren. De nadere regeling moet nog worden besproken. Het is evenwel duidelijk dat wij er belang bij hebben het toezicht voor beide marktautoriteiten zo eenvormig mogelijk te maken. Het ideaal is zelfs één gemeenschappelijke cel «toezicht», ook al verschillen de instrumenten om het toezicht uit te oefenen in zeer ruime mate, al was het maar omdat de beurs op het gebied van de informatica over een zeer geavanceerd systeem (O.S.C.A.R.) beschikt dat geïntegreerd is in het nieuwe verhandelingsstelsel en is een belangrijk hulpmiddel voor de cel «toezicht», dat de opsporing moet vergemakkelijken van bepaalde abnormale verschijnselen zoals koersafwijkingen, volumeafwijkingen enz. ten opzichte van een aantal voor die waarden specifieke parameters. Het is duidelijk dat analoge instrumenten technisch vrij veel verschillen omdat beide markten met verschillende trading-systemen werken. Ondanks die technische verschillen is het logisch dat men baat heeft bij een gemeenschappelijke cel «toezicht.»

Zo zou men ook een gemeenschappelijke cel «analyse en onderzoek» kunnen oprichten voor

États membres de l'Union européenne, on a des modèles très différents d'un pays à l'autre. Dans tous les cas de figure, l'on a des autorités qui remplissent des missions assez spécifiques, qui sont différentes. Le contrôle prudentiel et le contrôle des marchés sont, pratiquement dans tous les cas, assurés par des autorités différentes. M. Lefebvre ne pense donc pas que la Belgique se distingue par une plus grande complexité que celle de nos voisins. D'après lui, l'on ne peut pas dire non plus que la Belgique se distingue en termes d'originalité tout simplement parce qu'il n'y a pas de règles générales. D'autre part, l'étude comparative a montré qu'il y avait un certain nombre de logiques desquelles on pouvait s'inspirer. M. Lefebvre croit que c'est essentiellement ce dernier point qui justifie la structure actuelle des contrôles des marchés financiers.

Pour M. Lefebvre, il n'est pas sûr que cette structure soit pour autant véritablement complexe et confuse. Il ne le pense pas dans la mesure où l'on a essayé de veiller à une certaine symétrie au niveau de l'ensemble des quatre marchés réglementés belges. Ces marchés connaissent des compétences analogues, une commission d'appel commune, un même contrôleur de deuxième ligne. Il y a donc une certaine cohérence dans l'architecture qui limite les confusions possibles.

À propos de la question sur la collaboration entre les différentes autorités de marché et en particulier entre la Bourse de Bruxelles et Belfox, M. Lefebvre déclare que les propositions que la Bourse soumettra à Belfox, sont à géométrie variable. Les plus ambitieuses pourraient consister à proposer à Belfox s.c. d'avoir, au niveau de la cellule de surveillance de la Bourse, la surveillance commune des deux marchés. Les modalités doivent encore être discutées. Toutefois, il est clair que nous avons intérêt à ce qu'au niveau de la surveillance, les deux soient le plus rapprochés possibles, l'idéal étant d'avoir une cellule de surveillance commune, même si les outils de surveillance sont largement différenciés, ne fût-ce que sur le plan informatique où la Bourse dispose d'un système expert («O.S.C.A.R.»), qui est intégré dans le nouveau système de négociation, qui est une aide pour la cellule «surveillance», qui doit faciliter la détection des anomalies en termes d'écarts de cours, en termes de volumes, etc. par rapport à un certain nombre de paramètres spécifiques à ces valeurs. Il est clair que des outils analogues sont sans doute techniquement assez différenciés ne fût-ce que parce que les deux marchés travaillent avec des systèmes de trading différents. Mais, malgré ces différences techniques, il est logique d'avoir une cellule commune au niveau de la surveillance.

De la même manière, l'on pourrait aller vers une cellule «analyses et enquêtes» commune qui pourrait

beide autoriteiten. Dat zou vooral nuttig kunnen zijn wegens de beperking van de kosten, doch minder noodzakelijk dan op het niveau van het toezicht. Voor de cel «analyse en onderzoek» zou eenvoudige samenwerking tussen beide cellen voldoende kunnen blijken, terwijl een zeer nauwe samenwerking op het niveau van het toezicht veel belangrijker is met het oog op de coherentie en de doeltreffendheid.

Een commissielid stelt vast dat de heer Lefebvre in zijn uiteenzetting niet gesproken heeft over de tweede markt. Hij veronderstelt dat dezelfde regels daarop van toepassing zijn, hoewel dat nogal moeilijk is. Spreker merkt op dat het de bedoeling is in die tweede markt transacties op te nemen waarbij de zogenoemde institutionele beleggers participaties zouden nemen in middelgrote ondernemingen die vrezen hun autonomie te verliezen indien zij genoteerd zouden worden op de eerste markt en zelfs op de tweede markt zoals die thans werkt. Hoe denkt de heer Lefebvre ervoor te zorgen dat het directiecomité zijn taak uitoefent op die toekomstige markt? Het probleem is dat men er kennelijk wil voor zorgen dat de betrokken bedrijven ontsnappen aan elke vorm van controle en niet alleen aan de financiële controle.

De heer Lefebvre is van mening dat het nuttig is enkele zaken te verduidelijken. Het project waarnaar wordt verwezen, is de oprichting van een interprofessionele markt van niet-genoteerde waarden die van een totaal andere aard is. Het gaat voornamelijk om een forum voor professionele beleggers die niet noodzakelijk financiële tussenpersonen zijn. Dat forum zou geenszins het statuut hebben van een gereguleerde markt. Op die markt zou de marktautoriteit niet optreden in de zin van de wet van 6 april 1995. De beurs biedt gewoon haar diensten aan op technisch gebied en stelt een materiële infrastructuur ter beschikking die de ontwikkeling van dit forum, dat zich geenszins tot het publiek richt, ten goede komt. Ook de beurs heeft belang bij het ter beschikking stellen van haar infrastructuur: dat draagt er immers toe bij dat bepaalde bedrijven die om een of andere reden nog niet rijp zijn voor een beursnotering, ertoe gebracht worden een tussenstap te zetten die hen geleidelijk voorbereidt op een mogelijke latere beursintroductie. Het is dus duidelijk dat die interprofessionele markt geen markt is in de zin van de Europese richtlijn en/of de wet. Het is werkelijk een forum voor professionelen die voldoende sterk staan om met soepele regels te werken. Het publiek heeft in ieder geval geen directe toegang tot die markt.

Een aanvullend project dat op regeringsniveau bestudeerd wordt is dat van de Privaks/Pricavs. Bedoeling daarvan is de oprichting van collectieve beleggingsinstellingen met vast kapitaal die op de beurs genoteerd worden en waarvan de fondsen bij

travailler pour les deux autorités. Cela se justifierait surtout par une rationalisation des coûts, mais serait moins indispensable qu'au niveau de la surveillance. Au niveau de la cellule «analyse et enquêtes», une collaboration entre les deux cellules pourrait s'avérer suffisante alors que l'intérêt d'avoir une cellule travaillant de manière très intégrée au niveau de la surveillance paraît beaucoup plus évident en termes de cohérence et d'efficacité.

Un membre de la commission constate que M. Lefebvre, dans son intervention, n'a pas parlé du tout du deuxième marché. Il suppose que les mêmes règles s'y appliquent, bien que cela soit passablement plus difficile. L'intervenant fait observer qu'il est question d'insérer dans ce deuxième marché des opérations où des investisseurs dits institutionnels prendraient des participations dans des entreprises de taille moyenne qui ont peur de perdre leur autonomie si elles étaient cotées dans le premier marché et même dans le deuxième marché tel qu'il fonctionne à l'heure actuelle. Comment M. Lefebvre entend-il assurer les responsabilités du comité de direction dans ce futur marché? Le problème est que, manifestement, l'on veut faire en sorte que les entreprises en question échappent à toute forme de contrôle, non seulement financier mais de tout autre type également.

M. Lefebvre estime qu'il est utile de clarifier les choses. Le projet auquel il est fait allusion est le projet de la création d'un marché interprofessionnel en valeurs non cotées qui est de nature totalement différente. Il s'agirait essentiellement d'un forum entre investisseurs professionnels, lesquels ne sont pas nécessairement des intermédiaires financiers, qui n'aurait pas du tout le statut de marché réglementé. Dans ce marché, l'autorité de marché n'interviendrait pas au sens de la loi du 6 avril 1995. La Bourse offre simplement ses services sur le plan technique pour accueillir et offrir un certain nombre de supports matériels au développement de ce forum qui ne s'adresse en aucun cas au public. La Bourse tire avantage de la mise à disposition de son infrastructure, car elle peut ainsi contribuer à amener certaines entreprises qui, pour diverses raisons, ne sont peut-être pas mûres pour une cotation à faire des pas intermédiaires qui progressivement les préparent pour une introduction ultérieure. En clair, le projet du marché interprofessionnel n'est pas un projet de marché au sens de la directive européenne et/ou au sens de la loi. C'est véritablement un forum entre professionnels qui sont suffisamment formés pour travailler avec des règles souples. Mais le public n'a en tout cas pas un accès direct à ce marché.

Le Gouvernement examine un projet complémentaire, le projet des «Privaks/Pricavs», qui est un projet de création d'organismes de placement collectif fermés, cotés en Bourse, dont le remplissage se fait de manière privilégiée vers des sociétés non cotées et

voorkeur aangewend worden om te beleggen in niet-genoteerd bedrijven en misschien in bedrijven die in aanmerking kunnen komen voor verhandeling op die interprofessionele markt van niet-genoteerde beurswaarden. Vanuit dit oogpunt bestaat er dus een indirecte band tussen de belegger en het bedrijf dat kapitaal wil aantrekken. De tussenschakel wordt gevormd door de Privaks, die zelf formeel genoteerd en verhandeld zouden worden op de eerste of de tweede markt van de beurs.

D. Uiteenzetting door de Heer Duplat, voorzitter van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen

De Voorzitter van de Commissie merkt op dat de C.B.F. belast is met de tweedelijnscontrole van de financiële markten. Haar taken, die beperkt lijken ten opzichte van haar vroegere taken, zijn er toch niet minder fundamenteel en belangrijk op geworden: de C.B.F. is eigenlijk de controleur van de controleurs.

Uiteenzetting door de heer Duplat

De heer Duplat verklaart dat de Commissie voor het Bank- en Financiewezen (C.B.F.) in haar jaarverslag op een zo gedetailleerd mogelijke wijze haar visie op haar taken heeft opgenomen. Zowel in de inleiding van het jaarverslag 1994-1995 als op de bladzijde 82 en volgende, wordt een eerste filosofie uitgestippeld van de manier waarop de C.B.F. haar taak ziet.

Als eerste element stipt de heer Duplat aan dat de directiecomités van de beurzen in feite twee opdrachten hebben. Zij zijn enerzijds marktoverheid maar anderzijds ook belast met de dagelijkse leiding van wat op de beurs gebeurt. Dit laatste behelst ook het promoten van de beurs en het aantrekken van nieuwe beursgenoteerde bedrijven naar de beurs. Het is duidelijk dat dit in een aantal gevallen problemen zou kunnen opleveren. Tijdens de voorbereidende werkzaamheden heeft de wetgever immers uitdrukkelijk gesteld dat de investeerder (de « kleine belegger ») optimaal moet worden beschermd, recht heeft op volledige informatie, dat de investeerder het produkt dat hem wordt aangeboden door en door zou kennen. Het is duidelijk ook de wens van de wetgever geweest om niet te verzeilen in toestanden waar men om commerciële redenen emittenten zou aantrekken welke niet de nodige waarborgen bieden inzake transparantie van hun semestriële en hun jaarresultaten. Men heeft dus met grote nadruk gevraagd dat alles wat te maken heeft met de correcte informatie van de belegger niet aan de markt wordt overgelaten. De wetgever heeft veel belang gehecht aan de informatie via de prospecti. Deze voorgelegde prospecti moeten de goedkeuring van de C.B.F. wegdragen. De minister van Financiën heeft terecht gevraagd dat alles in het werk zou worden gesteld opdat die documenten door

peut-être des sociétés qui pourraient faire l'objet d'échanges sur ce marché interprofessionnel en valeurs non cotées. De ce point de vue, le lien est un lien indirect sous la forme d'un remploi ou d'une partie des emplois possibles de ces « Privaks » qui elles-mêmes seraient cotées formellement et échangées sur le premier ou le second marché de la Bourse.

D. Exposé de M. Duplat, président de la Commission bancaire et financière

Le président de la Commission rappelle que la C.B.F. est responsable du contrôle de deuxième ligne des marchés financiers. Bien que la tâche de la C.B.F. paraisse réduite par rapport à celle qui était la sienne antérieurement, elle n'est pas moins fondamentale et importante: elle est en fait celle de contrôleur des contrôleurs.

Exposé de M. Duplat

M. Duplat déclare que la Commission bancaire et financière (C.B.F.) a précisé, dans son rapport annuel, de la façon la plus détaillée, sa conception des missions qui lui sont assignées. L'introduction du rapport annuel 1994-1995 et les pages 82 et suivantes de celui-ci donnent une première définition de la philosophie de la C.B.F. à cet égard.

M. Duplat fait observer tout d'abord que les comités de direction des Bourses ont en fait deux missions. Ils sont l'autorité de marché, mais exercent aussi la direction quotidienne de la Bourse, et dans le cadre de celle-ci ils doivent, notamment, promouvoir la Bourse et attirer vers elle de nouvelles entreprises admissibles à la cote. Il est évident que cela pourrait soulever des problèmes dans certains cas. En effet, au cours des travaux préparatoires, le législateur a affirmé expressément qu'il y avait lieu de protéger de façon optimale l'investisseur (le « petit » investisseur), qu'il avait droit à des informations complètes et qu'il devait pouvoir connaître à fond le produit offert. Il est clair que le législateur a également voulu éviter que l'on évolue vers des situations dans lesquelles l'on en viendrait à attirer, pour des raisons commerciales, des émetteurs n'offrant pas les garanties nécessaires pour ce qui est de la transparence de leurs comptes semestriels et annuels. L'on a donc demandé avec insistance de ne pas laisser au marché le soin de s'occuper de tout ce qui concerne l'information correcte de l'investisseur. Le législateur a attaché une grande importance à l'information par le biais des prospectus. Ces prospectus doivent avoir été approuvés par la C.B.F. Le ministre des Finances a demandé à juste titre que l'on fasse tout pour que la C.B.F. puisse examiner et approuver ces documents avec la diligence nécessaire,

de C.B.F. — zoals zij dat in het verleden heeft gedaan — met de nodige snelheid zouden worden behandeld en goedgekeurd en dat de kosten die verbonden zijn aan de goedkeuring van een prospectus ook binnen redelijke perken zouden blijven. Het is evident dat in dit kader zal worden overgegaan tot de versnelde goedkeuring van prospecti. De C.B.F. moet deze prospecti uitdrukkelijk goedkeuren en er angstvallig voor zorgen dat de informatie erin opgenomen de investeerder in staat stelt met kennis van zaken te investeren. Dit betekent ook dat de C.B.F. met hetzelfde professionalisme als in het verleden ook de jaarlijkse en semestriële informatie (o.a. geconsolideerde rekeningen) die beursgenoteerde bedrijven gehouden zijn te verstrekken, binnen de verplichtingen door de wet voorzien, zal nakijken en viseren.

Op dat vlak is er niets gewijzigd ten opzichte van het verleden. De heer Duplat is van mening dat het wijs en logisch was de structuren die *prima facie* enigszins complex kunnen lijken, rekening houdend met de dubbele taak van het Directiecomité dat ook nieuwe uitgaven dient te promoten, zodanig op te bouwen dat dit commercieel streven niet leidt tot het opduiken van malafide emittenten op de financiële markten van Antwerpen of Brussel.

Een tweede fundamentele bedenking van de heer Duplat is dat een tweedelijnscontrole (Jaarverslag C.B.F. 1994-1995, blz. 83) een systeemgerichte controle is die enerzijds slaat op wat door de marktautoriteiten aan procedures werd uitgestippeld opdat de marktverrichtingen correct en fair zouden verlopen maar anderzijds ook over de manier waarop deze door de marktautoriteiten uitgevaardigde procedures ook in de praktijk worden nageleefd. Desbetreffende verwijst de heer Duplat naar de laatste aflevering van de «*Revue des pratiques de sociétés*», waar een commentaar wordt gegeven nopens de manier waarop de C.B.F. overweegt de tweedelijnscontrole te organiseren.

De C.B.F. zal ook de door de Directiecomités van de beurzen opgestelde beursreglementen bekijken. Daarin zal men onder meer moeten kijken naar de manier waarop de deontologische regels (art. 36 van de wet van 6 april 1995) in de praktijk worden ingevuld. De C.B.F. zal haar advies geven nopens de inhoud van deze beursreglementen. Wat de beurs van Brussel betreft, is dit nog voorbarig vermits de nieuwe overheden slechts op donderdag 1 februari 1996 in functie treden. Wel heeft de C.B.F. op 23 januari 1996 het ontwerp van marktreglement gekregen uitgaande van het Directiecomité van de beurs van Antwerpen waarbij het advies van de C.B.F. wordt gevraagd over de inhoud ervan. De taak van de C.B.F. is om te zien of in functie van wat het marktreglement voorziet de procedures die zijn uitgestippeld voldoende beantwoorden aan wat verwacht mag worden van een goed georganiseerde markt.

comme elle l'a fait dans le passé — et pour que les frais liés à l'approbation d'un prospectus ne dépassent pas un niveau raisonnable. Il va de soi que, dans une telle optique, l'approbation des prospectus se fera plus rapidement. La C.B.F. doit les approuver formellement et elle doit veiller scrupuleusement à ce que les informations qui y figurent permettent à l'investisseur d'investir en connaissance de cause. Cela signifie également que la C.B.F. devra vérifier et viser, avec autant de professionnalisme que jadis, les informations annuelles et semestrielles (notamment les comptes consolidés) que les entreprises cotées en Bourse sont tenues de fournir en application de la loi.

De ce côté-là, il n'y a par rapport au passé aucune modification. M. Duplat est d'avis que dans les structures qui peuvent *prima facie* apparaître un peu complexes, compte tenu des doubles missions du comité de direction qui est aussi de promouvoir de nouvelles émissions, il était sage et logique de prévoir que ces préoccupations commerciales dans ce volet-là, n'entraînent pas l'apparition sur les places financières d'Anvers ou de Bruxelles d'émetteurs qui seraient indéliçats.

M. Duplat fait observer en deuxième lieu — et ce point est fondamental — qu'un contrôle de deuxième ligne (Rapport annuel C.B.F. 1994-1995, p. 83) est un contrôle du système mis en place et, plus particulièrement, des procédures arrêtées par les autorités de marché pour que les opérations boursières puissent se dérouler correctement et honnêtement, et de la manière dont ces procédures sont suivies en pratique. À cet égard, M. Duplat renvoie au dernier fascicule de la «*Revue des pratiques de sociétés*», dans lequel l'on commente la façon dont la C.B.F. envisage d'organiser le contrôle de deuxième ligne.

La C.B.F. devra également examiner les règlements boursiers établis par les comités de direction des Bourses et, notamment, dans ce cadre-là, l'élaboration des règles de conduite (art. 36 de la loi du 6 avril 1995). La C.B.F. donnera un avis au sujet du contenu de ces règlements boursiers. En ce qui concerne la Bourse de Bruxelles, il est prématuré qu'elle le fasse, puisque les nouvelles autorités n'entrent en fonction que le jeudi 1^{er} février 1996. Pourtant, le comité de direction de la Bourse d'Anvers a transmis, le 23 janvier 1996 à la C.B.F., le projet de règlement boursier qu'il a mis au point, en lui demandant son avis quant au fond. La C.B.F. doit vérifier, en fonction de ce que prévoit le règlement boursier, si les procédures élaborées répondent suffisamment aux attentes d'un marché bien organisé.

Ten derde verklaart de heer Duplat dat het streven van de C.B.F. erop gericht is in de toestand, die enigszins *sui generis* is in de Belgische hervorming (iets dergelijks bestaat niet in het buitenland), drie dingen niet uit het oog te verliezen:

Op de eerste plaats mag men nooit vergeten dat binnen de internationale instellingen met belangstelling gekeken is naar de structuren die in België ingevoerd zijn en in 1995 herzien zijn.

Daarnaast wijst de heer Duplat op het jaarverslag 1994-1995 van de C.B.F., waarin staat dat de C.B.F. door alle Europese collega's-toezichhouders verkozen werd tot voorzitter van het Europees Comité van I.O.S.C.O., de internationale organisatie van effectentoezichthouders. Dit toont aan dat België, als klein land, ook op Europees vlak in het systeem uitgewerkt ingevolge de wet van 4 december 1990 en dat nu verder is uitgewerkt, een fundamentele rol speelt. De heer Duplat herinnert aan het feit dat I.O.S.C.O. wereldwijd 120 leden telt.

Volgens de heer Duplat is I.O.S.C.O. een zeer belangrijk forum waar alle problemen in verband met de beurstoezichthoudende functies worden bediscussieerd.

De heer Duplat stelt dat de C.B.F. ook statistische gegevens zou kunnen verstrekken over de activiteiten van alle Europese beursmarkten. Daarbij kan de heer Duplat niet verhelen dat alle betrokkenen in België gedoemd zijn om allen samen te werken aan het verzekeren van een plaats voor onze beurzen in de Europese context. België dreigt beneden het niveau van Helsinki of Kopenhagen te vallen. België zit ver beneden het niveau van Stockholm, Madrid of Milaan. België heeft ten opzichte van Nederland en Zwitserland een enorme vertraging. Alle mogelijke oplossingen hiervoor moeten worden onderzocht.

Een derde bekommernis betreft het zeer geringe aantal nieuwe beursintroducties. In dat verband is het niet de administratieve rompslomp verbonden aan een beursnotering die potentiële beursgangers afschrikt, maar wel het gebrek aan liquiditeit in de markt. In België vertegenwoordigen 20 van de 146 beursgenoteerde vennootschappen 80 pct. van de omzet op de beurs van Brussel. Meer dan 100 ondernemingen genoteerd op de contantmarkt maken samen slechts 7 pct. van de markt uit. Er bestaan een reeks aandelen op de beurs van Brussel die niet elke dag een notering krijgen bij gebrek aan vraag en aanbod. Dit is bijzonder storend omdat dit ook de ernst van de markt ondermijnt. België moet dus werken aan de liquiditeit. De K.M.O.'s die naar de beurs willen trekken, vrezen dat bij gebrek aan liquiditeit er een «*décote*» zal ontstaan tussen de intrinsieke waarde van het bedrijf en de beursnotering van

En troisième lieu, M. Duplat déclare que, dans la situation relativement *sui generis* qu'est la réforme belge (il n'y a pas de type à l'étranger), la C.B.F. souhaite ne pas perdre de vue trois choses :

Premièrement, il est essentiel de ne jamais oublier que les structures qui ont été mises en place en Belgique et qui ont été revues en 1995 ont suscité un intérêt dans les enceintes internationales.

M. Duplat attire par ailleurs l'attention sur le rapport annuel 1994-1995 de la C.B.F. selon lequel celle-ci a été élue par l'ensemble des autres organismes de contrôles européens à la présidence du comité européen de l'I.O.S.C.O., l'organisation internationale des commissions de valeurs. Cela montre bien que, même au niveau européen, la Belgique, qui est pourtant un petit pays, joue un rôle fondamental dans le système élaboré en application de la loi du 4 décembre 1990 et affiné maintenant. M. Duplat rappelle que l'I.O.S.C.O. compte 120 membres dans le monde.

D'après M. Duplat, l'I.O.S.C.O. est un forum très important au sein duquel l'on examine tous les problèmes relatifs aux fonctions de contrôle des Bourses.

M. Duplat déclare que la C.B.F. pourrait également communiquer des statistiques sur les activités de l'ensemble des marchés boursiers européens. Il dit ne pas pouvoir cacher à cet égard que tous les intéressés belges sont condamnés à collaborer pour assurer une place à nos Bourses dans le contexte européen. La Belgique risque de tomber en dessous du niveau des Bourses de Helsinki ou de Copenhague. Elle est d'ores et déjà loin derrière les places de Stockholm, de Madrid ou de Milan. Notre pays accuse un retard considérable par rapport aux Pays-Bas et à la Suisse. Il y a lieu d'examiner toutes les solutions possibles pour remédier à cette situation.

Il se dit, enfin, préoccupé par le nombre très limité des nouvelles introductions en Bourse. Ce ne sont pas les formalités administratives liées à l'admission d'une valeur à la cote qui découragent les candidats potentiels, mais plutôt le manque de liquidité du marché. Des 146 sociétés belges cotées en Bourse, 20 représentent 80 p.c. du chiffre d'affaires de la Bourse de Bruxelles. Pour ce qui est des entreprises cotées sur le marché au comptant, il y en a plus de 100 qui ne représentent au total que 7 p.c. de ce marché. À Bruxelles, la faiblesse de l'offre et de la demande de plusieurs actions est telle qu'elles ne sont pas cotées tous les jours. Cette réalité est très gênante, parce qu'elle porte atteinte au sérieux du marché. La Belgique doit donc s'efforcer d'accroître la liquidité. Les P.M.E. qui envisagent une inscription en Bourse craignent que le manque de liquidité n'entraîne une «*décote*» entre la valeur intrinsèque des entreprises et

zijn aandelen. Dit geldt niet alleen voor familie bedrijven maar eveneens voor «B.E.V.A.K's». Er bestaan een aantal Luxemburgse «B.E.V.A.K's» waarvan de intrinsieke waarde veel hoger ligt dan de beurskoers voor deze O.C.B.'s bij gebreke aan markt ervoor.

Om een markt te hebben, moet men animatoren, investeerders hebben die belangstelling hebben voor risicodragend kapitaal. Dit kunnen zowel privépersonen als institutionelen zijn.

Dit zijn volgens de heer Duplat de meest fundamentele uitdagingen die België te wachten staan. Het is evident dat wanneer een roerende waarde nieuw op de beurs wordt geïntroduceerd en dat nadien men nooit meer de introductieprijs bereikt, dit een bijzonder zware klap is voor de gehele beurs. De hoofdbekommernis moet zijn dat België binnen vijf jaar een actieve markt heeft met produkten die liquide zijn. De verankering van een bedrijf door familiale aandeelhouders is een ander fundamenteel punt waarvoor ook een oplossing dient te worden gevonden hetzij via administratiekantoren hetzij via een formule van commanditaire vennootschappen op aandelen die dat soort effecten dat men wil verankeren in handen houdt. Men kan ook denken aan een aantal andere formules.

Naast het onttrekken van tussenpersonen en investeerders (zowel kleine als grote) en de nodige produkten, zou het ook interessant zijn indien maatregelen zouden kunnen worden genomen om de successierechten op roerende waarden te verlichten of af te schaffen. Dan zou gemakkelijker naar gedematerialiseerde rekeningen kunnen worden gegaan waarbij de rompslomp van fysische levering van aandelen kan worden vermeden.

Samenvattend herhaalt de heer Duplat dat de medewerking en de manier waarop de C.B.F. de tweedelijnscontrole ziet, hier werd uitgestippeld. Deze tweedelijnscontrole is geen overlapping en is zeer systeemgericht. Dat zal evenwel mede afhangen van de manier waarop de diverse marktautoriteiten zullen samenwerken en zullen delegeren. Als de C.B.F. dit werk degelijk wil gaan doen, zal dit zeer arbeidsintensief zijn. De C.B.F. moet er ook angstvallig over waken dat de tweedelijnscontrole op dezelfde manier zal gebeuren voor de vier marktautoriteiten inclusief het Rentenfonds. Indien er later een vijfde markt, bijvoorbeeld de E.A.S.D.A.C.Q.-markt, bijkomt, zou daar ook een tweedelijnscontrole op een gereglementeerde markt zijn. De indruk van de heer Duplat is evenwel dat de instrumenten voorzien in de huidige wetgeving niet alle problemen waarmee de Belgische beurzen thans geconfronteerd zijn, zullen oplossen, wel integendeel. Men moet naar een breder debat gaan: produkten, tussenpersonen, liquiditeit, aan-

la valeur en Bourse de leurs actions. Cette crainte vaut non seulement pour les entreprises familiales, mais aussi pour les S.I.C.A.F. Il y a une série de S.I.C.A.F. (O.P.C.: organisme de placement collectif) luxembourgeoises, dont la valeur intrinsèque dépasse largement le cours de Bourse, parce qu'il n'y a pas de marché pour elles.

Pour qu'il y ait un marché, il faut qu'il y ait des personnes qui l'animent, c'est-à-dire des investisseurs, privés ou institutionnels, intéressés par le capital à risque.

M. Duplat estime qu'il y a, à cet égard, des défis majeurs pour la Belgique. Il est évident que lorsqu'une valeur mobilière nouvellement introduite en Bourse quitte son cours initial pour ne plus jamais l'égaliser, la Bourse s'en trouve particulièrement affectée dans son ensemble. La Belgique doit s'efforcer avant tout de disposer, dans un délai de cinq ans, d'un marché actif avec des produits suffisamment liquides. Il faut également trouver une solution au problème fondamental de l'ancrage d'une entreprise par ses actionnaires familiaux. Ce problème pourrait être résolu, soit par le biais des sociétés fiduciaires, soit au moyen de sociétés en commandite par actions qui détiendraient les valeurs du type de celles dont on veut assurer l'ancrage. D'autres formules pourraient également être envisagées.

Il serait intéressant, outre d'attirer des intermédiaires, des investisseurs (petits et grands), et les produits nécessaires, de pouvoir prendre des mesures en vue d'alléger ou de supprimer les droits de succession sur les valeurs mobilières. De telles mesures faciliteraient le passage aux comptes dématérialisés qui permettent de supprimer l'obligation de livrer physiquement les actions.

M. Duplat déclare qu'il vient d'expliquer en résumé comment il envisage la collaboration et comment la C.B.F. envisage le contrôle de deuxième ligne, qui ne fera pas double emploi et qui sera axé principalement sur le système mis en place. Son efficacité dépendra toutefois aussi de la manière dont les diverses autorités de marché collaboreront et délègueront leurs pouvoirs. Si la C.B.F. souhaite accomplir cette mission au mieux, elle devra y affecter un personnel important. Elle devra également veiller scrupuleusement à ce que le contrôle de deuxième ligne soit le même pour les quatre autorités de marché, y compris le Fonds des rentes. Au cas où l'on créerait un cinquième marché, par exemple le E.A.S.D.A.C.Q., il y aurait également un contrôle de deuxième ligne sur un marché réglementé. M. Duplat a toutefois le sentiment que les instruments prévus par la législation actuelle ne permettront pas de résoudre tous les problèmes auxquels les Bourses belges sont confrontées, bien au contraire. Il faut élargir le débat

springen om rechtstreeks aandeelhouder te zijn of te blijven, verankeringsprocedures, enz. zijn nodig om niet tot een beurskerkhof te vervallen.

Bespreking

Een lid van de Commissie meent dat het idee van de minister van Financiën om de successierechten op aandelen af te schaffen, geen vertrouwen zal wekken omdat deze late en onzekere belasting vervangen wordt door vaststaande en vervroegde inkomsten voor de Schatkist. Volgens het lid is meer nodig dan dat om het vertrouwen te herstellen en opnieuw een efficiënte markt tot stand te brengen.

Een andere spreker meent dat de fundamentele redenen waarom het risicokapitaal in België weinig belangstelling heeft voor de beurzen, meer met fiscaliteit en andere aspecten dan met prudentiële controle te maken hebben. Volgens spreker heeft de heer Duplat zeer adequaat de vinger gelegd op de zwakke plekken van ons beursstelsel. Het is vooral met de minister van Financiën dat de Commissie zal moeten overleggen over de voorwaarden die moeten vervuld worden om het risicokapitaal aantrekkelijk te maken. Dat is immers het fundamentele probleem.

De heer Duplat geeft nog aan dat zijn betoog gestoeld was op het werk van K.U.L.-professor Cynthia Vanhulle. Hij verklaart verder dat de C.B.F. versneld prospecti zal goedkeuren en tegen een lagere vergoeding. Daarmee zullen echter niet alle problemen van de beurs zijn opgelost.

E. Uiteenzetting door de heer F. Hendrickx, voorzitter van het directiecomité van de effectenbeursvereniging van Antwerpen

Vooreerst merkt de heer Hendrickx op dat de zogenaamde reparatiewet die op 21 december 1995 door de Kamer van volksvertegenwoordigers werd goedgekeurd, reeds enkele onduidelijkheden in de wet van 6 april 1995 heeft opgeklaard, waardoor de bevoegdheden van het directiecomité als marktautoriteit nog toenemen.

Bij de nieuwe structuur inzake marktautoriteit zijn er nog de volgende knelpunten:

- 1° relatie tussen de directiecomités en C.B.F.
- 2° efficiëntie naar de gecontroleerden toe, te weten
 - de beursleden
 - de emittenten
- 3° kostenefficiëntie: de kosten van de controle mogen de opbrengsten niet overschrijden

aux produits, aux intermédiaires, au problème de la liquidité, aux moyens dont on dispose pour inciter les investisseurs à rester ou à devenir des actionnaires directs, aux procédures d'ancrage, etc. La survie de la Bourse en dépend.

Discussion

Un membre de la commission pense que l'idée du ministre des Finances de supprimer les droits de succession sur les actions n'inspirera pas confiance parce que cette taxe tardive et aléatoire est remplacée par des recettes certaines et anticipées pour le Trésor. À l'avis du membre, il faudra plus que cela pour restaurer la confiance et recréer un marché efficace.

Selon un autre intervenant, les raisons fondamentales pour lesquelles, en Belgique, le capital à risque ne s'intéresse guère à la Bourse, tiennent davantage à la fiscalité et à d'autres aspects qu'au contrôle prudentiel. Selon l'intervenant, M. Duplat a mis très justement le doigt sur les faiblesses de notre système boursier. C'est surtout avec le ministre des Finances que la commission devra se concerter sur les conditions qui devraient être remplies pour rendre le capital à risque attrayant. Tel est, en effet, le problème fondamental.

M. Duplat précise encore que son intervention était basée sur le travail de Cynthia Vanhulle, professeur à la K.U.L. Il ajoute que la C.B.F. approuvera les prospectus plus rapidement et à moindre prix, mais tous les problèmes de la bourse n'en seront cependant pas résolus par autant.

E. Exposé de M. F. Hendrickx, président du comité de direction de la Société de la Bourse des valeurs immobilières d'Anvers

M. Hendrickx précise tout d'abord que la loi de «réparation» adoptée par la Chambre des représentants le 21 décembre 1995 a déjà éclairci quelques obscurités de la loi du 6 avril 1995 et eu pour effet d'accroître encore les pouvoirs du comité de direction en tant qu'autorité de marché.

La nouvelle structure de l'autorité de marché laisse encore subsister les points noirs suivants:

- 1° la relation entre les comités de direction et la C.B.F.
- 2° l'efficacité à l'égard des contrôlés, à savoir
 - les membres de la Bourse
 - les émetteurs
- 3° l'efficacité du coût: le coût du contrôle ne peut dépasser les recettes

4° reallocatie van de financiële middelen tussen de autoriteiten

5° het directiecomité van de Beurs van Antwerpen.

Tussen al deze punten bestaat een onderling verband dat door de heer Hendrickx verder wordt toegelicht.

1° Relatie tussen de directiecomités en C.B.F.

De eerstelijnsbevoegdheid van het directiecomité is zowel inzake *ratione materiae* als inzake *ratione personae* afgebakend, te weten in hoofdzaak op de bemiddelaars die optreden op de beursmarkten en de emittenten.

Anderzijds is de C.B.F. de tweedelijnscontroleur, d.w.z. zij is belast met het toezicht op de wijze waarop de marktautoriteiten hun opdrachten uitvoeren.

Maar de C.B.F. behoudt ook eerstelijnsbevoegdheden o.a. bij misbruik van voorwetenschap.

Het is aangewezen dat een uniforme interpretatie wordt gegeven aan de diverse nieuwe bevoegdheden en dat elk dubbel gebruik tussen C.B.F. en directiecomité wordt uitgeschakeld.

Bij wijze van voorbeeld haalt de heer Hendrickx het volgende aan:

De wet van 6 april 1995 geeft aan het directiecomité de opdracht te waken (art. 19, 1°) wat betreft de bemiddelaars die optreden op de beursmarkten, inzonderheid over...: a) de naleving van de bepalingen van artikel 36 t.e.m. artikel 40.

36: deontologische code = belangrijkste materie.

37: verplichte uitvoering op gereguleerde markt.

38: o.a. borderelplicht.

39: reporting.

40: makelaarslonen.

Het toepassingsgebied van deze nieuwe bepaling is beperkt tot de leden van de beurs. Cf. Memorie van Toelichting p. 13: «Het directiecomité zal dan ook alle nodige maatregelen treffen om ervoor te zorgen dat de markten goed werken en de bemiddelaars op die markten... de op hen rustende verplichtingen naleven.»

Anderzijds zijn de artikelen 36 t.e.m. 40 voor alle Belgische bemiddelaars van toepassing! Dit betekent dat, voor toezicht van de artikelen 36 t.e.m. 40 voor Belgische bemiddelaars die geen lid zijn van de beurs, een andere instantie het toezicht zal houden. In de praktijk geldt dit voor de banken, vennootschappen voor vermogensbeheer en vennootschappen voor

4° la redistribution des moyens financiers entre les autorités

5° le comité de direction de la Bourse d'Anvers.

Il existe entre tous ces points un lien que M. Hendrickx commentera ultérieurement.

1° Relation entre les comités de direction et la C.B.F.

La compétence de première ligne du comité de direction est délimitée tant *ratione materiae* que *ratione personae*, c'est-à-dire qu'elle s'adresse principalement aux intermédiaires intervenant sur les marchés boursiers et aux émetteurs.

D'autre part, la C.B.F. est le contrôleur de seconde ligne, c'est-à-dire qu'elle est chargée de surveiller la manière dont les autorités de marché s'acquittent de leurs missions.

La C.B.F. conserve toutefois aussi des compétences de première ligne, notamment à l'égard des délits d'initié.

Il convient d'interpréter les diverses compétences nouvelles de manière uniforme et d'éviter tout double emploi entre la C.B.F. et le comité de direction.

Pour illustrer son propos, M. Hendrickx prend l'exemple suivant:

La loi du 6 avril 1995 charge le comité de direction de veiller (art. 19, 1°), en ce qui concerne les intermédiaires agissant sur les marchés boursiers, notamment... a) au respect des dispositions des articles 36 à 44.

36: code déontologique = matière importante.

37: exécution obligatoire sur un marché réglementé.

38: notamment, obligation d'établir un bordereau.

39: déclaration.

40: courtages.

Le champ d'application de cette nouvelle disposition se limite aux membres de la Bourse. Cf. l'exposé des motifs, p. 13: «Ainsi, le comité de direction prendra les dispositions nécessaires en vue de s'assurer du bon fonctionnement des marchés et du respect, par les intermédiaires agissant sur ces marchés ... des obligations qui leur incombent.»

D'autre part, les articles 36 à 40 s'appliquent à tous les intermédiaires belges. Cela signifie que le contrôle des articles 36 à 40 à l'égard des intermédiaires belges qui ne sont pas membres de la Bourse sera effectué par une autre instance. En pratique, cela s'applique aux banques, sociétés de gestion de patrimoine et sociétés de courtage en instruments financiers qui ne sont pas

makelarij in financiële instrumenten, die geen lid zijn van de beurs. De bevoegde instantie is bijgevolg normaliter de C.B.F. Dit toezicht dient eveneens geïnstalleerd om geen discriminatie in het leven te roepen ten opzichte van de leden van de beurs.

In de mate dat deze effectief dit toezicht gaat uitvoeren is er een dubbele eerstelijnscontrole. Het komt er dus op aan, overeenkomstig de hoger vooropgestelde uitgangspunten een *modus vivendi* te bepalen om te vermijden dat er uiteindelijk een dubbele controle (en bijgevolg dubbele kosten) zou ontstaan.

De herverkaveling van de bevoegdheden tussen de marktautoriteiten zou daarom duidelijk moeten afgebakend worden.

De vraag stelt zich of de C.B.F. als tweedelijnscontroleur ook kennis kan nemen van concrete onderzoeksgevallen van het directiecomité. Is de controlerol van de C.B.F. beperkt tot formele aspecten, met name op de aanwezigheid van de nodige procedures evenals op de toepassing ervan? Als de C.B.F. ook kennis kan nemen van individuele gevallen en beslissingen dreigt de controle ook te gaan betrekking hebben op inhoudelijke aspecten.

Hierdoor substitueert de C.B.F. zich in de plaats van het directiecomité en tast zij de onafhankelijkheid van deze laatste aan.

Om dit te vermijden stelt de heer Hendrickx voor dat:

1° bilaterale overeenkomsten tussen de marktautoriteiten afgesloten worden inzake:

a) nauwkeurige aflijning van de wederzijdse bevoegdheden met respect voor de wil van de wetgever en elkaars bevoegdheden,

en

b) procedures die de marktautoriteiten moeten volgen,

2° deze overeenkomsten ter goedkeuring aan de minister van Financiën worden voorgelegd.

2° Efficiëntie naar de gecontroleerden toe

— de beursleden

— de emittenten

Naar de gecontroleerden toe moet vermeden worden dat ingevolge de problematiek behandeld in de eerste item, geen dubbele controle of rapportering en dus dat er geen kostenverhoging optreedt.

Een samenwerking tussen de autoriteiten moet er toe leiden dat de procedures zo eenvoudig mogelijk blijven voor de emittenten en de beursleden.

membres de la Bourse. Par conséquent, l'instance compétente est normalement la C.B.F. Ce contrôle doit également être organisé de manière à ne pas créer de discrimination par rapport aux membres de la Bourse.

Dans la mesure où celle-ci va effectivement exercer ce contrôle, il y aura un double contrôle de première ligne. Il s'agit donc, conformément aux prémisses énoncées ci-dessus, d'arrêter un *modus vivendi* pour éviter qu'il n'y ait finalement un double contrôle (et, partant, une double dépense).

La redistribution des compétences entre les autorités de marché devrait, dès lors, être clairement délimitée.

On peut se demander si, en tant que contrôleur de deuxième ligne, la C.B.F. peut aussi prendre connaissance des enquêtes concrètes du comité de direction. La tâche de contrôle de la C.B.F. se limite-t-elle aux aspects formels, c'est-à-dire à la présence des procédures nécessaires ainsi qu'à leur application? Si la C.B.F. peut également prendre connaissance des cas et des décisions individuels, le contrôle risque de porter aussi sur des aspects de fond.

Ce faisant, la C.B.F. se substituerait au comité de direction et porterait atteinte à l'indépendance de celui-ci.

Afin d'éviter cela, M. Hendrickx propose:

1° que des accords bilatéraux soient conclus entre les autorités de marché concernant:

a) la délimitation précise de leurs compétences respectives dans le respect de la volonté du législateur et des compétences des uns et des autres,

et

b) les procédures à suivre par les autorités de marché;

2° que ces accords soient soumis pour approbation au ministre des Finances.

2° Efficacité à l'égard des contrôlés

— les membres de la Bourse

— les émetteurs.

Par rapport aux contrôlés, il faut éviter que, par suite de la problématique évoquée au 1°, il n'y ait un double contrôle ou une double déclaration et, par conséquent, une augmentation du coût.

La collaboration entre les autorités doit faire en sorte que les procédures restent aussi simples que possible pour les émetteurs et les membres de la Bourse.

Deze problematiek wordt in de volgende punten toegelicht.

3^o Kostenefficiëntie

De wetgever heeft een delegatie aan de Koning verleend om de vergoedingen vast te stellen waarmee de werking van het directiecomité van een effectenbeurs wordt gefinancierd voor de uitoefening van haar bevoegdheden als marktautoriteit.

Anderzijds bepaalt de wet van 6 april 1995 (artikel 21) dat het directiecomité binnen de perken van deze financiële middelen alle handelingen stelt die noodzakelijk of nuttig zijn voor de uitvoering van zijn opdracht.

M.a.w. als het directiecomité onvoldoende financiële middelen heeft kan het zijn opdracht als marktautoriteit onvoldoende invullen.

Een tweede probleem is dat het directiecomité degelijke structuren moet uitbouwen om zijn taak als marktautoriteit te kunnen waarmaken. Het directiecomité wordt hierbij geconfronteerd met de CBF die kan buigen op een jarenlange ervaring inzake prudentiële controle.

De *know-how* die de C.B.F. verworven heeft sinds de invoege treding van de wet van 4 december 1990 in deze materie, moet geplaatst worden tegenover het directiecomité dat aan de opbouw ervan moet beginnen.

De C.B.F. wordt de ervaren tweedelijnscontroleur die toezicht houdt op het prille directiecomité.

Mede door de royale financiële middelen waarover de C.B.F. kan beschikken heeft zij haar opdrachten kunnen vervullen.

Tijdens de bespreking in deze Senaatscommissie voor Financiën van 23 maart 1995 is terecht tot uiting gebracht dat de bevoegdheidsherverdeling niet tot hogere kosten voor de leden mag leiden.

4^o Reallocatie van de financiële middelen

Indien het directiecomité zijn taak als marktautoriteit naar behoren wil vervullen, moet het over voldoende financiële middelen beschikken.

De minister heeft ingevolge zijn schrijven d.d. 16 november 1995, gericht aan de autoriteiten, laten weten dat een reallocatie van de middelen noodzakelijk is.

Bovendien heeft de Regering zich op vraag van onder andere de senaatscommissie verbonden om de kosten voor de financiële bemiddelaars niet te verhogen.

Cette problématique est commentée dans les points ci-après.

3^o Efficacité des coûts

Le législateur a habilité le Roi à fixer les rémunérations destinées à financer le fonctionnement du comité de direction pour l'exercice de ses compétences d'autorité de marché.

D'autre part, la loi du 6 avril 1995 (article 21) dispose que le comité de direction accomplit, dans la limite de ses moyens financiers, toutes opérations nécessaires ou utiles à l'exécution de sa mission.

Autrement dit, si le comité de direction dispose de moyens financiers insuffisants, il ne peut remplir qu'insuffisamment sa mission d'autorité de marché.

Un second problème réside dans le fait que le comité de direction doit mettre en place des structures valables pour pouvoir s'acquitter de sa tâche d'autorité de marché. Le comité de direction est confronté à cet égard à la C.B.F. qui peut se prévaloir d'une longue expérience en matière de contrôle prudentiel.

Le savoir-faire acquis par la C.B.F. en cette matière depuis l'entrée en vigueur de la loi du 4 décembre 1990 doit être mis en regard du comité de direction, qui doit encore commencer à l'acquérir.

La C.B.F. devient le contrôleur expérimenté de deuxième ligne qui surveille le tout jeune comité de direction.

Grâce aux moyens financiers généraux dont elle peut disposer, la C.B.F. a été en mesure de remplir ses missions.

Au cours de la discussion en Commission des Finances du Sénat, le 23 mars 1995, il a été dit, à juste titre, que la redistribution des compétences ne devait pas se solder par un surcoût pour les membres.

4^o Redistribution des moyens financiers

Pour pouvoir accomplir convenablement sa mission d'autorité de marché, le comité de direction doit disposer de moyens financiers suffisants.

Dans la lettre qu'il a adressée aux autorités le 16 novembre 1995, le ministre a indiqué qu'une redistribution des moyens s'impose.

En outre, le Gouvernement s'est engagé, à la demande, notamment de votre commission, à ne pas augmenter le coût pour les intermédiaires financiers.

Deze problematiek zal onderzocht worden door een extern audit bureau. Aan de minister werd voorgesteld om Price Waterhouse hiermede te gelasten.

Deze problematiek ligt zeer gevoelig.

— Gelet op de bepalingen van de wet van 6 april 1995,

— Gelet op het feit dat de kosten naar de beursleden en de emittenten toe niet mogen verhogen;

— Gelet op het feit dat het directiecomité onafhankelijk moet blijven tegenover de raad van bestuur van de effectenbeursvennootschap, zodat de bevoegdheden van het directiecomité als marktautoriteit ook niet door de effectenbeurzen kunnen gefinancierd worden,

blijven er door deductie weinig oplossingen over.

Een reallocatie van financiële middelen van de C.B.F. naar de nieuwe marktautoriteiten is mogelijk.

Een raadpleging van de staat en dekking van de werkingskosten van de C.B.F. in haar verslag 1994-1995 op blz. 141 kan verheldering brengen.

De C.B.F. heeft 127 miljoen inkomstenoverschot en heeft voor 315 miljoen voorzieningen aangelegd.

Het is niet de taak van de voorzitter van het directiecomité van de E.B.V.A. om een analyse uit te voeren van de werkingskosten van de C.B.F. en de dekking ervan.

De Regering zal ter zake haar verantwoordelijkheid moeten nemen.

Misschien kan de Commissie ten gevolge van deze hoorzitting bepaalde suggesties formuleren.

5^o Het directiecomité van de beurs van Antwerpen

De beurs van Antwerpen heeft twee strategieën uitgetekend:

- 1) de promotie van de effectenmarkten;
- 2) de nieuwe bevoegdheid als marktautoriteiten.

1) Wat het eerste punt betreft werd een directeur beursintroductions aangeworven die actief prospecteert naar de middelgrote bedrijven. Dit project beursintroductions werd in december 1995 opgestart. Gedurende een periode van ten minste drie jaar zal de beurs van Antwerpen inspanningen leveren om nieuwe bedrijven naar de beurs aan te trekken. Daarna zal het project geëvalueerd worden.

Ce problème sera examiné par un bureau d'audit externe. L'on a proposé au ministre de charger Price Waterhouse de cette mission.

Le problème en question est délicat.

— Compte tenu des dispositions de la loi du 6 avril 1995,

— Comme le coût ne peut pas être augmenté pour les membres de la Bourse et les émetteurs;

— Comme le comité de direction doit rester indépendant par rapport au conseil d'administration de la société de la Bourse des valeurs mobilières et que, dès lors, les compétences que le comité de direction exerce en tant qu'autorité de marché ne peuvent pas non plus être financées par les Bourses de valeurs mobilières,

il n'y a plus guère de solutions.

Une redistribution de moyens financiers de la C.B.F. en faveur des nouvelles autorités de marché est possible.

Une consultation du rapport 1994-1995 de la C.B.F., page 141, concernant l'état et la couverture des frais de fonctionnement de celle-ci, peut clarifier les choses.

La C.B.F. a un excédent de recettes de 127 millions et a constitué des provisions pour un montant de 315 millions.

Il n'appartient pas au président du comité de direction de la Société de la Bourse des valeurs mobilières d'Anvers de procéder à une analyse des frais de fonctionnement de la C.B.F. et de leur couverture.

Le Gouvernement devra prendre ses responsabilités en la matière.

Peut-être la commission pourra-t-elle formuler certaines suggestions à la suite de cette audition.

5^o Le comité de direction de la Bourse d'Anvers

La Bourse d'Anvers a défini deux stratégies:

- 1) celle de la promotion des marchés de valeurs mobilières et
- 2) celle dont découle la nouvelle compétence d'autorité de marché.

1) En ce qui concerne le premier point, l'on a engagé un directeur des introductions en Bourse, qui prospecte activement parmi les entreprises de taille moyenne. Ce projet relatif aux introductions en Bourse a été mis en œuvre à partir du mois de décembre 1995. Pendant trois ans au moins, la Bourse d'Anvers s'efforcera d'attirer en Bourse de nouvelles entreprises. Le projet fera ensuite l'objet d'une évaluation.

2) Voor het tweede punt wenst het directiecomité van de beurs van Antwerpen met het directiecomité van de beurs van Brussel protocollen af te sluiten om hun onderlinge samenwerking te regelen.

Concreet moet er tussen de beide directiecomités naar gestreefd worden om één gezamenlijke cel analyse en onderzoek, de zogenaamde *compliance* afdeling voor beide beurzen uit te bouwen.

Deze cel moet bemand worden met personen die onderzoekservaring hebben. Optimaal zou zijn dat deze cel samengesteld wordt met personen die aangehouden worden vanuit de C.B.F. of het C.I.F.

Eén gezamenlijke cel biedt de volgende voordelen:

1° eenheid van controle naar alle beursleden en emittenten toe;

2° vereenvoudiging voor de C.B.F. als tweedelijnscontroleur gelet op de eenheid van administratieve organisatie en procedures;

3° kostenefficiëntie: een gezamenlijke cel kost minder dan de uitbouw van twee afdelingen. Hierdoor wordt tegemoetgekomen aan de bekommernis van de wetgever en de Regering;

4° vermijden van belangenconflicten gelet op de dubbele taak van het directiecomité namelijk:

— promotie van de effectenmarkten en gelijktijdig,

— controle op de beursleden (= animatoren op deze markten) en de emittenten (moet je promotie-neel benaderen voor beursintroducties),

Voor de beurs van Antwerpen, gelet op haar kleine structuur, biedt een gezamenlijke cel een uitweg voor deze problematiek inzake belangenvermenging;

5° één gezamenlijke cel beantwoordt ook aan de bepalingen van het mensenrechtenverdrag.

Er is een duidelijke scheiding tussen de cel die eventuele inbreuken opspoorde, de betrokkenen ondervraagt en hierover verslag uitbrengt bij het bevoegde directiecomité, dat zich dan uitsprekt over eventuele sancties.

Een gezamenlijke cel impliceert wel dat aan de beurs van Antwerpen financiële middelen ter beschikking gesteld worden om in de werkingskosten van de gezamenlijke cel te kunnen bijdragen.

Artikel 8 van de reparatiewet op de wet van 6 april 1995 bepaalt dat de marktautoriteiten, andere dan de effectenmarkten, zulke protocollen kunnen afsluiten die ter goedkeuring aan de minister van Financiën worden voorgelegd.

2) En ce qui concerne le second point, le comité de direction de la Bourse d'Anvers souhaite conclure, avec le comité de direction de la Bourse de Bruxelles, des protocoles réglant leur coopération.

Concrètement, les deux comités de direction doivent s'efforcer de mettre en place pour les deux Bourses une cellule commune unique «analyse et enquête», dite section *compliance*.

Cette cellule doit être composée de personnes qui ont une certaine expérience des enquêtes. L'idéal serait qu'elle soit composée de personnes recrutées auprès de la C.B.F. ou du C.I.F.

Une cellule commune présente les avantages suivants:

1° unité de contrôle pour ce qui est de l'ensemble des membres de la Bourse et des émetteurs;

2° simplification pour la C.B.F. en tant que contrôleur de deuxième ligne, grâce à l'unité d'organisation et de procédures administratives;

3° efficacité en termes de coûts: une cellule commune est moins coûteuse que deux sections. Cet avantage répond aux préoccupations du législateur et du Gouvernement;

4° prévention de conflits d'intérêts dus à la double mission du comité de direction, à savoir:

— celle de promouvoir les marchés de Bourse des valeurs et, simultanément,

— celle de contrôler les membres de la Bourse (= animateurs de ces marchés) et les émetteurs (vis-à-vis desquels il faut mener une action de promotion en vue d'introductions en Bourse).

Pour ce qui est de la Bourse d'Anvers, qui a une structure restreinte, une cellule commune permet de résoudre le problème de la confusion d'intérêts;

5° l'existence d'une cellule commune unique est également conforme aux dispositions de la convention de sauvegarde des droits de l'homme.

Il existe une nette distinction par rapport à la cellule qui recherche des infractions éventuelles, interroge les intéressés et fait rapport à ce sujet au comité de direction compétent, lequel se prononce alors à propos d'éventuelles sanctions.

La création d'une cellule commune implique certes la nécessité de mettre à la disposition de la Bourse d'Anvers des moyens financiers lui permettant de contribuer aux frais de fonctionnement de celle-ci.

L'article 8 de la loi modifiant la loi du 6 avril 1995 dispose que les autorités de marché autres que les marchés des valeurs peuvent conclure de tels protocoles, qui doivent être soumis à l'approbation du ministre des Finances.

Een gelijkaardige bepaling is echter niet in de wet opgenomen wat betreft de marktautoriteiten van de effectenmarkten.

De heer Hendrickx verklaart reeds contact te hebben gehad met zijn collega, de heer Lefebvre. Daaruit is gebleken dat de creatie van een gemeenschappelijke cel geen problemen kan stellen.

II. HOORZITTING VAN 28 FEBRUARI 1996

A. De Belgische Vereniging van Banken

A.1. Uiteenzetting door de heer Martin over het nieuw reglementair kader van het beursbedrijf in België

De heer Martin merkt op dat hij zal proberen zo goed mogelijk aan de verwachtingen te beantwoorden, ook al is dat een moeilijke opdracht op een moment dat nog niet alle teksten in verband met de hervorming gekend zijn, de nieuwe instellingen nog maar pas zijn geïnstalleerd en de betrokken financiële instellingen nog niet voldoende overzicht en concrete ervaring hebben om de doeltreffendheid van bepaalde aspecten van de hervorming te beoordelen. Dat neemt niet weg dat nu reeds een aantal overwegingen ter zake kenbaar kunnen gemaakt worden.

1. De eerste hervorming van de beursmarkten vindt haar grondslag in de wet van 4 december 1990. Voor de banksector was die hervorming maar een eerste voorlopige, weliswaar belangrijke fase, een gedeeltelijke hervorming die noodzakelijkerwijze een verlengstuk kreeg in de nieuwe wetgeving die onlangs werd goedgekeurd. Deze nieuwe wetgeving heeft het vorige kader echter essentieel gewijzigd, meer bepaald wat de taken van de E.B.V. en van de C.B.F. betreft:

— Met de hervorming van 1990 kregen de kredietinstellingen onrechtstreeks toegang tot de beurs, maar pas in oktober 1994 werd er een ander essentieel aspect van de modernisering van onze beursmarkt, de vrijmaking van de makelaarslonen en retrocessies, basiselement van een sterker concurrerende markt.

— De hervorming van 1990 maakt een einde aan de traditionele cumulatie van de functies van de beurscommissie, die tegelijk oprad als marktautoriteit, prudentieel toezichthouder, verzekeraar die de cliënteel beschermt en vertegenwoordiger van het beroep van de beursmakelaar. Er moet worden erkend dat, ongeacht de bekwaamheid van de betrokkenen, die toestand niet ideaal was op het stuk van de transparantie en de efficiëntie.

— Reeds in 1990 werd de beurscommissie aangewezen als marktautoriteit en dit op het stuk van de centralisatie van de transacties en de bijbehorende rapportering.

Il n'y a toutefois aucune disposition semblable, dans la loi, en ce qui concerne les autorités de marché des marchés des valeurs.

M. Hendrickx déclare qu'il a déjà pris contact avec son collègue M. Lefebvre. Ils ont conclu que la création d'une cellule commune ne peut poser aucun problème.

II. AUDITION DU 28 FÉVRIER 1996

A. L'Association belge des banques

A.1. Exposé de M. Martin sur le nouveau cadre réglementaire de l'activité boursière en Belgique

M. Martin explique d'abord qu'il est difficile de répondre le mieux possible aux attentes à un moment où tous les textes découlant de la réforme ne sont pas encore connus, où les nouvelles institutions sont seulement en train de se mettre en place et où les établissements financiers concernés manquent encore de recul et d'expérience concrète pour juger de l'efficacité de certains aspects de la réforme. Il n'empêche qu'un certain nombre de réflexions peuvent déjà être communiquées à ce sujet.

1. La première réforme des marchés boursiers trouve ses fondements dans la loi du 4 décembre 1990. Pour le secteur bancaire, celle-ci ne constituait qu'une première étape provisoire, quoique importante, une réforme partielle qui devait nécessairement trouver son prolongement dans la nouvelle législation qui vient d'être adoptée. Elle a toutefois apporté des modifications essentielles au cadre antérieur, notamment en ce qui concerne les missions de la S.B.V.M. et de la C.B.F. :

— La réforme de 1990 a accordé aux établissements de crédit l'accès indirect à la Bourse, mais il a fallu attendre octobre 1994 pour qu'intervienne un autre aspect essentiel de la modernisation de notre marché boursier, la libération des courtages et des retrocessions, élément fondamental d'un marché plus concurrentiel.

— La réforme de 1990 a mis fin au cumul traditionnel des fonctions exercées par la Commission de la Bourse qui assumait à la fois le rôle d'autorité de marché, de contrôleur prudentiel, d'assureur protégeant la clientèle et de représentant de la profession des agents de change. Il faut reconnaître que, malgré toute la compétence des personnes concernées, une telle situation n'était pas idéale sur le plan de la transparence et de l'efficacité.

— La Commission de la Bourse a déjà été consacrée en 1990 autorité de marché, notamment en matière de centralisation des opérations et de *reporting* de celles-ci.

— De C.B.F. werd de prudentiële autoriteit belast met de erkenning en schrapping van de beursvennootschappen. Zij heeft destijds echter geen solvabiliteitsratio's vastgesteld voor die vennootschappen, ook al was zij daartoe bevoegd bij de wet van 4 december 1990.

— De aan het Interventiefonds toegekende taken daarentegen werden niet fundamenteel gewijzigd in 1990: het Interventiefonds bleef het prudentieel basis-toezicht uitoefenen over de beursvennootschappen, samen met het beheer van het cliëntenbeschermingsstelsel.

2. De hervorming die werd ingevoerd bij de wet van 6 april 1995, die reeds werd gewijzigd en verduidelijkt door de wet van 30 januari 1996, bleef niet beperkt tot de loutere omzetting in Belgisch recht van de Europese richtlijn inzake de beleggingsdiensten. Door deze hervorming konden de banken, die slechts onrechtstreeks toegang hadden tot de markten via beursvennootschappen, rechtstreeks leden van die markten worden. Deze hervorming bracht ook een wijziging in de taakverdeling tussen de C.B.F., de raad van bestuur en het directiecomité van de beurs.

— Een duidelijke afbakening van de functies tussen de C.B.F., prudentieel toezichthouder over de vennootschappen, en het directiecomité van de beurs, marktautoriteit belast met het toezicht over de spelers en de transacties met het oog op de goede werking en de integriteit van de markten, ligt in de lijn van de logica. Maar zal de taakverdeling tussen het directiecomité van de beurs als eerstelijnsautoriteit en de C.B.F. als tweedelijnsautoriteit voldoende duidelijk en precies zijn? Het is nog te vroeg om dit te beoordelen: alleen vanuit de ervaring kan op die vraag worden geantwoord. Via protocollen zou de samenwerking tussen die autoriteiten moeten kunnen worden vergemakkelijkt.

— Voor de geloofwaardigheid en het imago van de Belgische beurs is het een goede zaak dat er een duidelijke scheiding kwam tussen de onafhankelijke marktautoriteit (het directiecomité) en de raad van bestuur van de E.B.V., die hoofdzakelijk bestaat uit beroepsmensen, de algemene strategie van de beurs moet bepalen en moet toezien op de financiering ervan.

3. De banksector wil vooral voorkomen dat die nieuwe taakverdeling tussen de C.B.F., het Directiecomité en de raad van bestuur van de beurs overlappingen en nodeloze kosten meebrengt. De banksector heeft herhaaldelijk erop aangedrongen dat die nieuwe verdeling niet mag uitmonden in een vermeerdering van de totale toezichtskosten. Tijdens de bespreking in de Commissie van het ontwerp dat later de wet van 6 april 1995 zou worden, heeft de Regering zich trouwens uitdrukkelijk in die zin verbonden. Over de wijze waarop de totale kosten van de diverse autori-

— La C.B.F. est devenue l'autorité prudentielle chargée d'agrèer et de révoquer les sociétés de bourse. Elle n'a toutefois pas défini à l'époque de ratios de solvabilité à faire observer par ces sociétés, bien que la loi du 4 décembre 1990 l'y autorisait.

— Par contre, les missions dévolues à la Caisse d'intervention n'ont pas été fondamentalement modifiées en 1990; elle a continué à assurer le contrôle prudentiel rapproché des sociétés de bourse, conjointement avec la gestion du système de protection de la clientèle.

2. La réforme introduite par la loi du 6 avril 1995, déjà modifiée et précisée par la loi du 30 janvier 1996, ne s'est pas limitée à la simple transposition en droit belge de la directive européenne sur les services d'investissement. Elle a permis aux banques, qui n'avaient qu'un accès indirect aux marchés par l'intermédiaire de sociétés de bourse, de devenir des membres directs de ces marchés. Elle a aussi modifié la répartition des tâches entre la C.B.F., le conseil d'administration de la Bourse et son comité de direction.

— Une délimitation claire des fonctions entre la C.B.F., contrôleur prudentiel des sociétés, et le comité de direction de la Bourse, autorité de marché chargée de contrôler les opérateurs et les opérations afin de garantir le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés, répond à la logique. Mais la répartition des tâches entre le comité de direction de la Bourse, autorité de première ligne, et la C.B.F., autorité de deuxième ligne, sera-t-elle suffisamment claire et précise? On n'a pas encore le recul suffisant pour en juger: seule l'expérience permettra de répondre à cette question. Des protocoles devraient permettre de faciliter la coopération entre ces autorités.

— Pour la crédibilité et l'image de la Bourse belge, il est bon d'avoir séparé clairement l'autorité de marché indépendante (le comité de direction) et le conseil d'administration de la S.B.V.M., composé essentiellement de professionnels, et chargé de définir la stratégie globale de la Bourse et de contrôler son financement.

3. Le souci primordial du secteur bancaire est d'éviter que cette nouvelle répartition des tâches entre la C.B.F., le comité de direction de la Bourse et son conseil d'administration n'entraîne des doubles emplois et des coûts inutiles. Le secteur bancaire a insisté à plusieurs reprises pour que cette nouvelle répartition n'entraîne pas une augmentation du coût global du contrôle. Lors de l'examen par la commission du projet qui allait devenir la loi du 6 avril 1995, le Gouvernement s'est d'ailleurs engagé explicitement en ce sens. La manière dont le coût global des diverses

teiten zullen worden gefinancierd, bestaat thans nog onduidelijkheid. De externe audit die door de minister van Financiën werd gevraagd, zal daarin wellicht meer duidelijkheid brengen. Bepaalde toewijzingen van de beschikbare middelen tussen de verschillende betrokken autoriteiten zullen wellicht moeten worden herzien. Volgens de banksector moet daarbij worden uitgegaan van een raming van de effectieve kosten van de prestaties van elke autoriteit.

4. Het systeem van prudentieel toezicht op de beursvennootschappen dat werd ingevoerd bij de hervorming van 1990 (verdeling van de bevoegdheden over het C.I.F. en de C.B.F.), was weinig transparant en weinig doeltreffend. Dat is uiteraard geen kritiek aan de personen die met dit toezicht zijn belast, maar wel op de opsplitsing waartoe destijds werd besloten. De banksector had van meet af aan kritiek op die opsplitsing. De overdracht, sedert 1 februari 1996, van het volledig prudentieel toezicht aan de C.B.F. komt dus tegemoet aan een reële behoefte aan verduidelijking, vereenvoudiging en gelijke concurrentie die door de B.V.B. wordt onderschreven.

5. De banksector heeft steeds de stelling verdedigd dat de functie van prudentieel toezichthouder moet worden gescheiden van de functie van « verzekerder » van de tegoeden van de cliënten, om belangenconflicten te voorkomen. Daarom waren de banken er geen voorstander van dat één instelling — het C.I.F. — die dubbele functie vervulde. De zopas ingevoerde hervorming gaat dus in de richting die ze wensten.

De banksector vraagt zich evenwel af of het C.I.F. op middellange termijn nog een reden van bestaan kan vinden in zijn enige functie als beheerder van het beschermingsstelsel. Nogmaals, dit is geen kritiek op de wijze waarop het C.I.F. zich tot nu toe van die taak heeft gekweten, maar een vraag naar rationalisatie van het bestaande stelsel. De vraag is of, wanneer er eenmaal een protocol zal zijn tussen de betrokken beroepen en autoriteiten, zoals voor de depositobescherming, het nog nodig is een afzonderlijke instelling te behouden voor het beheer van het toekomstige beschermingsstelsel als uitvloeisel van de nieuwe Europese richtlijn op dat gebied, nu de « know how » en de menselijke middelen voorhanden zijn in andere instellingen, bijvoorbeeld in het Herdisconterings- en Waarborginstituut?

6. Het huidige beleggersbeschermingsstelsel, waarin alleen de beursvennootschappen zijn opgenomen, zal inderdaad binnenkort moeten worden aangepast — wellicht tegen eind 1997 — in het kader van de omzetting in Belgisch recht van de toekomstige Europese richtlijn inzake de beleggersbescherming. Dit is een belangrijke aanvulling van de onlangs aangenomen wetgeving. Er zal tijdig een grondig

autorités sera financé n'est pas encore clarifiée à l'heure actuelle. L'audit externe demandé par le ministre des Finances apportera sans doute des éclaircissements utiles à ce sujet. Certaines réallocations des ressources disponibles entre les différentes autorités concernées devront sans doute avoir lieu. Elles devraient se fonder selon le secteur bancaire sur l'évaluation des coûts effectifs des prestations exercées par chaque autorité.

4. Le système de contrôle prudentiel des sociétés de bourse mis en place par la réforme de 1990 (partage des compétences entre la C.I.F. et la C.B.F.) était peu transparent et peu efficace. Ceci ne constitue évidemment pas une critique pour les personnes chargées d'exercer ce contrôle, mais bien pour le découpage qui avait été décidé à l'époque. Ce découpage a été critiqué dès l'origine par le secteur bancaire. Le transfert, depuis le 1^{er} février 1996, de l'ensemble du contrôle prudentiel à la C.B.F. répond donc à un besoin certain de clarification, de simplification et d'égalité de concurrence qu'appuie l'A.B.B.

5. Le secteur bancaire a toujours défendu l'idée que la fonction de contrôleur prudentiel devait être séparée de la fonction d'« assureur » des avoirs de la clientèle, pour éviter des conflits d'intérêt. C'est pourquoi les banques n'étaient pas favorables à ce qu'une seule institution — la C.I.F. — assume cette double fonction. La réforme qui vient d'intervenir va donc dans le sens qu'elles souhaitent.

Le secteur bancaire se demande toutefois si l'existence de la C.I.F. se justifie encore, à moyen terme, par sa seule fonction de gestionnaire du système de protection. De nouveau, il ne s'agit en rien d'une critique de la manière dont la C.I.F. a exercé jusqu'à présent cette fonction, mais d'une préoccupation de rationalisation du système actuel. Une fois mis au point un protocole entre les professions et les autorités concernées, comme ce fut le cas pour la protection des dépôts, y a-t-il encore lieu de maintenir une institution séparée chargée uniquement de la gestion du futur système de protection qui découlera de la nouvelle directive européenne en la matière, alors que le savoir-faire et les moyens humains existent dans d'autres institutions, par exemple à l'Institut de Réécompte et de Garantie?

6. Le système actuel de protection des investisseurs, couvrant les seules sociétés de bourse, devra en effet être adapté d'ici peu — vraisemblablement d'ici la fin de 1997 — dans le cadre de la transposition en droit belge de la future directive européenne sur la protection des investisseurs. Il s'agit d'un complément important à la législation qui vient d'être adoptée. Il conviendra d'organiser à temps une concerta-

overleg met alle betrokken partijen moeten plaatsvinden over de organisatie en lokalisatie van dit nieuwe beschermingsstelsel.

7. De Coöperatieve tot vereffening van de beurs-transacties speelt eveneens een belangrijke rol in het vlot verloop van de transacties en dus in de bescherming van de cliënteel. In dat opzicht zou men zich wellicht kunnen afvragen of het huidige stelsel nog is aangepast aan de evolutie van de markten en of de coöperatieve geen passende maatregelen moet nemen om het risicobeheer te verbeteren en, naar het voorbeeld van andere clearingstelsels, een betere waarborg dan thans het geval te bieden voor de goede afloop van de verrichtingen van de beleggers.

Dit probleem zou eventueel kunnen worden besproken in het Centrum voor coördinatie en besluitvorming, dat binnenkort door de C.I.K., de beurs, de N.B.B. en de betrokken professionelen zou worden opgericht, inzake clearing en bewaring van effecten, waarbij men zich meer bepaald inspireert op het bestaande model van het U.C.V., het Uitwisselingscentrum van te verrekenen verrichtingen van het Belgisch financieel systeem.

8. Bij de recente hervorming van de beurs werd het statuut van effectenbank gecreëerd. Wij zijn zo vrij deze aangelegenheid in het kort uiteen te zetten want ze houdt eveneens verband met de algemene problematiek van het prudentieel toezicht. Het ontwerp van wet werd zopas door de Kamer goedgekeurd. De banksector achtte dit nieuw statuut niet absoluut noodzakelijk indien werk wordt gemaakt van de voorwaarden die het voor alle kredietinstellingen mogelijk moeten maken actief te zijn in het vlak van *investment banking* (inzonderheid de toegang tot de beurs, de versoepeling van de voorwaarden voor aandelenbezit, de aanpassing van het fiscaal statuut voor de aandelen in bezit, enz.).

Aangezien de effectenbanken tamelijk riskante marktactiviteiten naast traditionele bankwerkzaamheden zullen mogen ontplooiën maar tegelijk ontsnappen aan de segregatie van deposito's die de Europese richtlijn en de Belgische wet oplegt aan de beursvennootschappen, is de banksector van oordeel dat het overgangsstelsel inzake eigen vermogen dat hun bij die wet wordt verleend, veel te lang en te soepel is: aanvangskapitaal van 125 miljoen en overgangperiode van vijf jaar om aan die instellingen de kans te bieden een volgestort kapitaal van 250 miljoen te bereiken zoals de overige banken. Het lijkt hem dat op zijn minst een aanzienlijke kortere overgangperiode wenselijk was geweest.

9. In diezelfde geest, d.w.z. vanuit een bekommernis die aansluit bij de algemene problematiek van het

tion approfondie avec toutes les parties concernées sur l'organisation et la localisation de ce nouveau système de protection.

7. La Coopérative de liquidation des opérations de bourse joue également un rôle important dans le bon déroulement des opérations et donc dans la protection de la clientèle. À ce titre, il conviendrait sans doute de se demander si le système actuel est encore adapté à l'évolution des marchés et si, par des mesures appropriées, la coopérative ne devrait pas améliorer la gestion des risques et, en s'inspirant d'autres systèmes de clearing, garantir plus efficacement qu'aujourd'hui la bonne fin des opérations des investisseurs.

Cette question pourrait éventuellement être examinée au sein du Centre de coordination et de décision qui devrait être constitué prochainement entre la C.I.K., la Bourse, la B.N.B. et les professionnels concernés, en matière de clearing et de conservation des titres, et qui s'inspirerait notamment du modèle existant du C.E.C., le Centre d'échange des opérations à compenser du système financier belge.

8. À l'occasion de la récente réforme de la Bourse, l'on a créé le statut de banque de titres. Nous nous permettons d'évoquer brièvement cette question, car elle concerne également la problématique générale du contrôle prudentiel. Le projet de loi vient d'être adopté à la Chambre. Le secteur bancaire ne croyait pas ce nouveau statut indispensable si les conditions permettant le développement des activités *d'investment banking* étaient réalisées pour l'ensemble des établissements de crédit (en particulier l'accès à la Bourse, l'assouplissement des conditions de détention d'actions, l'adaptation du statut fiscal pour les actions détenues, etc.).

Puisque les banques de titres pourront se livrer à des activités de marché relativement risquées et à toutes les activités bancaires traditionnelles tout en échappant à la ségrégation des dépôts imposée aux sociétés de bourse par la directive européenne et par la loi belge, le secteur bancaire estime que le régime transitoire en matière de fonds propres qui leur a été accordé par cette loi est beaucoup trop long et trop souple: capital initial de 125 millions et période de transition de cinq ans pour que ces établissements atteignent un capital libéré de 250 millions comme les autres banques. Il lui semble qu'au minimum, un raccourcissement sensible de cette période de transition eût été souhaitable.

9. Dans le même esprit, c'est-à-dire avant tout dans une préoccupation qui cadre dans la problématique

prudentieel toezicht, willen wij in het kort verwijzen naar de door de regering voorgestelde maatregelen inzake aanmoediging van het risicodragend kapitaal.

De banksector is inzonderheid verheugd over de versoepeling van de voorwaarden inzake aandelenbezit door de banken, die in de richting gaat van een aanpassing aan de normen die ter zake zijn vastgesteld door de Europese richtlijn betreffende de harmonisatie van het toezicht op de banken. De banksector acht het evenwel passend dat rekening wordt gehouden met de autonomie en de vrijheid van beslissing van de bedrijfsleiders en dat dus moet worden afgezien van dwingende maatregelen betreffende een verplichting tot belegging in aandelen zowel voor de kredietinstellingen als voor de institutionele en professionele beleggers in het algemeen.

Indien een dergelijke maatregel beperkt blijft tot de aandelen van Belgische vennootschappen, rijst overigens de vraag of hij niet in strijd zou zijn met de Europese regels inzake concurrentie en vrij verkeer van kapitaal.

10. Ten slotte zouden wij het even willen hebben over een maatregel die nog niet definitief is genomen, vermits het desbetreffende uitvoeringsbesluit nog maar in het ontwerp stadium verkeert.

De banksector heeft steeds gevraagd dat de Belgische reglementering niet dwingender zou zijn dan wat wordt opgelegd door de Europese richtlijnen, en meer bepaald door de richtlijn betreffende de beleggingsdiensten. In een context van vlijmscherpe concurrentie met de andere Europese financiële centra mag aan onze financiële markten geen verplichting worden opgelegd die hen zou kunnen benadelen in het vlak van de concurrentie.

In dat opzicht had de Europese richtlijn betreffende de beleggingsdiensten zeker niet de bedoeling de concurrentie tussen de verschillende soorten markten te beperken. Artikel 14 van de richtlijn gaat uit van het principe dat er geen uitvoeringsmonopolie meer is voor de gereguleerde markten en dat het de cliënt dus steeds vrij staat te vragen dat de transactie op een andere markt wordt uitgevoerd. Ook al kunnen de lidstaten de uitoefening van dit recht afhankelijk stellen van een uitdrukkelijke machtiging, die machtiging mag in geen enkel geval worden geëist onder voorwaarden die de prompte uitvoering van de opdrachten van de belegger in het geding zouden brengen.

Het lijkt ons dat de procedure die door de Belgische autoriteiten wordt overwogen — voorafgaande en uitdrukkelijke schriftelijke machtiging, voor iedere afzonderlijke transactie — niet alleen achterhaald is (de opdrachten kunnen steeds meer worden gegeven via technieken waarbij geen voorafgaande schriftelijke machtiging kan worden gegeven), maar tevens in

générale du contrôle prudentiel, permettez-nous de faire brièvement référence aux mesures proposées par le Gouvernement en matière d'encouragement du capital à risque.

Le secteur bancaire se réjouit en particulier de l'assouplissement des conditions de détention d'actions par les banques, qui va dans le sens d'un alignement sur les normes prévues dans ce domaine par la directive européenne sur l'harmonisation du contrôle bancaire. Il paraît toutefois au secteur bancaire qu'il convient de respecter l'autonomie et la liberté de décision des chefs d'entreprise et donc, notamment, de s'abstenir de toute mesure contraignante concernant une obligation d'investissement en actions pour les établissements de crédit comme pour les investisseurs institutionnels et professionnels en général.

Si une telle mesure se limitait aux actions de sociétés belges, on peut d'ailleurs se demander si elle ne serait pas en contradiction avec les règles européennes en matière d'égalité de concurrence et de libre circulation des capitaux.

10. Enfin, nous voudrions évoquer brièvement une mesure qui n'a pas encore été prise définitivement puisque l'arrêté d'application qui la concerne n'existe encore qu'à l'état de projet.

Le secteur bancaire a constamment demandé que la réglementation belge ne soit pas plus contraignante que ce qui est imposé par les directives européennes, et notamment par la directive sur les services d'investissement. Dans un contexte de concurrence très vive avec les autres places financières européennes, il convient de n'imposer à nos marchés financiers aucune contrainte qui pourrait les handicaper sur le plan de la compétitivité.

À cet égard, le but de la directive européenne sur les services d'investissement n'était certainement pas de limiter la concurrence entre les différents types de marchés. L'article 14 de la directive pose le principe qu'il n'y a plus de monopole d'exécution pour les marchés réglementés et, donc, que le client est toujours libre de demander l'exécution d'une opération sur un autre marché. Si les États membres peuvent subordonner l'exercice de ce droit à une autorisation explicite, cette autorisation ne peut en aucun cas être exigée dans des conditions qui mettraient en cause la prompte exécution des ordres de l'investisseur.

Il nous paraît que la procédure envisagée par les autorités belges — autorisation écrite explicite et préalable, pour chaque transaction individuelle — est non seulement archaïque (les ordres peuvent être donnés de plus en plus par des techniques qui empêchent l'autorisation écrite préalable), mais vise en réalité à protéger les marchés réglementés de la

werkelijkheid erop gericht is de geregementeerde markten te beschermen tegen de concurrentie van andere markten. Bovendien hebben de institutionele en professionele beleggers zeker geen behoefte aan een «bescherming» in welke zin ook. Het lijkt ons dan ook dat zeer nauwlettend zal moeten worden toegezien op de formulering van de vereisten die voortvloeien uit dit besluit.

A.2. Uiteenzetting door de heer Bergen

De strategie van de beurs wordt momenteel besproken in het nieuwe directiecomité en met de raad van bestuur van de beurs. Deze debatten zijn pas begonnen en het is dan ook enigszins te vroeg om duidelijke krachtlijnen weer te geven.

Om de beurs een nieuwe vitaliteit te geven, moeten zowel de kapitaalvragers (de beursgenoteerde ondernemingen en de ondernemingen die een beursgang overwegen), de tussenpersonen als de investeerders onder de loep worden genomen.

Een mogelijke denkpiste is de creatie van een blokkenhandel tussen professionelen waarbij aan de grote potentiële marktpartijen in België (eventueel ook in het buitenland) een grotere rol zou toegemeten worden voor wat betreft het creëren van een liquide markt in aandelen middels de activiteit van zogenaamde *market-makers* (d.i. instellingen die bereid zijn om op elk ogenblik aan- en verkoopprijzen te noteren voor relatief belangrijke blokken).

Een aantal instellingen in België zijn zeker bereid in deze blokkenhandel een rol te spelen. Dit zou aanleiding kunnen geven tot een sterk toegenomen liquiditeit in een aantal Belgische aandelen. Voor het aantrekken van belangrijke institutionele beleggers is het aspect van liquiditeit immers zeer belangrijk.

Voor wat betreft de beleggers, beklemtoont de heer Martin dat dit probleem niet van de ene dag op de andere kan opgelost worden. Een vaststaand sociologisch gegeven in continentaal Europa is dat de belegger minder «equity-minded» is dan de typische Angelsaksische belegger. De Belgische belegger, en ook de belegger in een aantal ons omringende landen, is zeer sterk vastrentend gebonden. Het gevolg hiervan is dat, om meer beleggers aan te zetten zich tot de beurs te wenden, er formules moeten worden gevonden die deze quasi-structurele aarzeling van de privé-belegger t.o.v. investeringen in aandelen, verzoenen met zijn voorkeur voor vastrentende beleggingen. Zo worden er momenteel produkten op de markt gebracht onder de vorm van investeringsfondsen met waarborg van kapitaal of rendementswaarborg, maar belegd in aandelen die de brug vormen tussen de vastrentende investeringen en de investeringen in aandelen.

Persoonlijk is de heer Bergen van mening dat om meer privé-investeerders tot de beurs aan te trekken,

concurrance d'autres marchés. En outre, les investisseurs institutionnels et professionnels n'ont absolument pas besoin d'être «protégés» d'une manière quelconque à cet égard. Il nous semble donc qu'il faudra être très attentif dans la formulation des exigences découlant de cet arrêté.

A.2. Exposé de M. Bergen

La stratégie de la Bourse est discutée actuellement au sein du nouveau comité de direction et au sein du conseil d'administration de la Bourse. Comme ces débats viennent de commencer, il est trop tôt pour en dégager des lignes de force claires.

Pour revitaliser la Bourse, il faut analyser le comportement des demandeurs de capitaux (les entreprises cotées en Bourse et celles qui envisagent de s'y faire coter), celui des intermédiaires et celui des investisseurs.

L'on peut envisager, notamment, la création d'un marché des blocs entre professionnels, qui permettrait de confier aux acteurs potentiels importants du marché, en Belgique et éventuellement à l'étranger, un plus grand rôle en ce qui concerne la création d'un marché liquide d'actions par l'intermédiaire de «*market makers*», c'est-à-dire d'institutions qui sont toujours prêtes à noter des prix d'achat et de vente pour des blocs relativement importants.

Il y a une série d'institutions, en Belgique, qui sont disposées à jouer un rôle dans ce système de transactions de blocs, grâce auquel on pourrait voir augmenter la liquidité d'un certain nombre d'actions belges. En effet, la «liquidité» est déterminante si l'on veut attirer d'importants investisseurs institutionnels.

En ce qui concerne les investisseurs, M. Martin souligne que les problèmes ne peuvent être résolus du jour au lendemain. Il est établi sociologiquement que les investisseurs d'Europe continentale acceptent moins les risques que leurs homologues anglo-saxons. Les investisseurs belges, et ceux d'un certain nombre de pays qui nous entourent, tiennent surtout à bénéficier d'un intérêt fixe. Par conséquent, pour inciter plus d'investisseurs à se tourner vers la Bourse, il faut mettre au point des formules qui tiennent compte de l'hésitation quasi structurelle de l'investisseur privé vis-à-vis des investissements en actions et de sa préférence pour des placements à intérêts fixes. C'est pourquoi l'on est en train d'introduire sur le marché des produits ayant la forme de fonds de placement en actions, mais à capital garanti ou à rendement garanti. Ces produits font le lien entre les investissements rapportant un intérêt fixe et les investissements en actions proprement dits.

M. Bergen estime que, pour pouvoir attirer davantage d'investisseurs privés, il faut institutionnaliser les

een institutionalisering van de beursinvesteringen onder de vorm van investeringsfondsen, nodig is. Ook voor het debat in verband met het pensioen-sparen geldt deze overweging.

Ten slotte, wat de beursgenoteerde ondernemingen en zij die het zouden kunnen zijn, betreft, moeten maatregelen worden genomen voor een vereenvoudiging van de procedures en een vermindering van de kosten voor een beursnotering.

In de loop van de laatste jaren hebben enkele buitenlandse ondernemingen zich teruggetrokken uit de beursnotering precies omwille van de kostprijs (dit was toch hun officiële verklaring van de terugtrekking). Ook de notering van nieuwe ondernemingen moet aangemoedigd worden. Heel de problematiek van de K.M.O.'s komt hier dan ter sprake. Gelet op de terughoudendheid van heel wat bedrijfsleiders om het kapitaal van hun ondernemingen te openen buiten de familiekring, zijn er nog heel wat struikelstenen op te ruimen.

Bespreking

Een lid van de Commissie bevestigt dat, in het verleden, de hoge kostprijs van de notering op de beurs van Brussel voor een relatief beperkt transactievolume aan de oorsprong lag van de weigering om zich op de beurs van Brussel in te schrijven. Met name wanneer het ging om kapitaalkrachtige maatschappijen waarvan een zeer groot aantal effecten genoteerd waren te Londen, New York of op andere internationale beurzen. De beurs van Brussel is nooit voldoende belangrijk geweest om de kostprijs die bijvoorbeeld verbonden was een nieuwe beursnotering van een oliemaatschappij, te kunnen rechtvaardigen.

Een tweede opmerking van dezelfde spreker heeft betrekking op de grotere institutionalisering van de beursdeelnemers. Is dat juist niet een kritiek die op dit ogenblik wordt geuit en waarvoor men een vereniging van particuliere beleggers heeft opgericht? De spaarder die wenst te investeren, wordt zo bestookt met aanbiedingen om te beleggen in aantrekkelijke effecten, zoals de beveks van allerlei soort, dat hij per slot van rekening niet veel belangstelling meer heeft om zelf een individueel effect te kiezen waarin hij zijn vertrouwen wenst te stellen. Zit men niet reeds te sterk in de greep van de institutionele beleggers?

Ten derde heeft de Regering volgens de heer Martin het voornemen om de regeling volgens welke een deel van de bankfondsen overeenkomstig de Europese richtlijn in aandelen belegd mogen worden, vroeger in te voeren. Toen de Belgische wetgeving opgesteld werd, was de Belgische Vereniging van Banken ermee akkoord gegaan dat men aanzienlijk beneden het in de richtlijn toegelaten peil zou blijven. Kan de heer Martin verklaren waarom de Belgische Vereniging van Banken van mening is veranderd?

investissements en Bourse sous la forme de fonds de placement. Cela vaut aussi en ce qui concerne l'épargne-pension.

Enfin, il y a lieu de prendre, en ce qui concerne les entreprises cotées en Bourse et celles qui pourraient l'être, des mesures en vue de simplifier les procédures et de réduire les frais de cotation.

Ces dernières années, certaines entreprises étrangères ont renoncé à la cotation en Bourse précisément à cause de la hauteur de ces frais (du moins selon leurs explications officielles). Il faut également encourager la cotation de nouvelles entreprises. En fait, le problème des P.M.E. se pose ici dans toute sa mesure. Il reste encore beaucoup d'obstacles à franchir dans ce domaine, étant donné que beaucoup de chefs d'entreprises sont réticents à ouvrir le capital de leurs entreprises au-delà du cercle familial.

Discussion

Un membre de la commission confirme que le coût élevé de la cotation à la Bourse de Bruxelles pour un volume de transactions relativement faible, était, dans le passé, à l'origine du refus de s'inscrire à la Bourse de Bruxelles, notamment lorsqu'il s'agit de sociétés à capitaux extrêmement importants ayant un très grand nombre de titres cotés à Londres, New York ou d'autres Bourses internationales. La Bourse de Bruxelles n'a jamais été suffisamment importante pour justifier le coût que représentait une nouvelle cotation d'une société pétrolière, par exemple.

Une deuxième observation du même intervenant concerne la thèse d'une institutionnalisation plus grande des intervenants en Bourse. Ceci n'est-il pas précisément une des critiques que l'on fait à l'heure actuelle et pour laquelle on a créé une association d'investisseurs particuliers? L'épargnant qui veut investir est tellement sollicité d'investir dans des titres attrayants comme des Sicav's de toutes les variétés qu'en fin de compte, il ne prend plus un grand intérêt à sélectionner lui-même un titre individuel auquel il veut faire confiance. N'est-on pas déjà trop dans les mains des institutionnels?

Troisièmement, selon M. Martin, les intentions du Gouvernement sont d'anticiper l'autorisation, accordée par la directive européenne, de placer en actions une partie des fonds bancaires. Au moment où on a mis au point la législation belge, l'Association belge des banques avait marqué son accord pour accepter qu'on soit sensiblement en-dessous des autorisations qui émanaient de la directive. M. Martin peut-il expliquer pourquoi l'Association belge des banques a changé d'avis?

Een vierde vraag heeft betrekking op de mechanismen die beleggers moeten beschermen. Men heeft de Interventiekas (en zeker die welke in het oude systeem vóór de eerste *big bang* werkzaam was) verweten dat haar middelen ontoereikend waren, dat het haar aan kapitaal ontbrak om de eventuele slachtoffers van krachs van wisselagenten te vergoeden. Is het huidige stelsel beter georganiseerd? Zal de vergoeding vollediger zijn?

Ten slotte verwijst het lid naar de clearingsystemen. Tijdens de vorige zittingsperiode hebben wij ons inderdaad gebogen over dit probleem, dat niet duidelijk is. Enerzijds zijn de meeste effecten op de Brusselse beurs aan toonder en niet gedematerialiseerd. Op de C.I.K. is veel kritiek geweest (wegens verlies van effecten, wegens een vrij «lichtzinnig» beheer). Daarnaast zoekt de Nationale Bank nieuwe activiteiten om het verlies dat uit de invoering van de ene munt (euro) voortvloeit, te compenseren. Bijgevolg heeft de Nationale Bank aangeboden clearing te verrichten.

Hoe is dat te verzoenen met de vermindering van de kosten en met efficiëntere systemen? Het feit dat de Belgische belegger te allen prijze effecten aan toonder er geen effecten op naam of gedematerialiseerde effecten wil, druist in tegen een rationalisering op het vlak van de clearing.

In verband met de institutionalisering van beleggingen wijst de heer Bergen erop dat het ene het andere niet uitsluit. Dat de ene belegger er de voorkeur aan geeft rechtstreeks te beleggen door zelf «stock-picking» te doen, sluit niet uit dat andere beleggers die zich minder aangetrokken voelen tot rechtstreekse beursbeleggingen, zich liever wenden tot professionele tussenpersonen die beursbeleggingen voorstellen in de vorm van een fonds of een andere formule en daarbij een aantal waarborgen geven.

Het institutionaliseren van de beleggingen is gewoon een gevolg van dit cultureel aspect, namelijk dat onze beleggers terughoudend zijn tegenover beleggingen in aandelen.

De heer Bergen wijst de Commissie tevens op het feit dat in een aantal landen, zoals in Nederland, waarin er meer institutionele beleggers zijn, een zeer uitgesproken rechtstreekse band is tussen de aanwezigheid van institutionele beleggers en de beursactiviteit. Een grotere liquiditeit — die zeer vaak gemaakt wordt door de professionele deelnemers — speelt helemaal in het voordeel van de particuliere belegger.

De heer Martin wijst erop dat de twee standpunten onderling niet onverenigbaar zijn. Het is een feit dat de Belg geen al te fervente koper van individuele aandelen is. Het aanbieden van minder risicogebonden producten, een betere voorlichting en een grotere diversifiëring kunnen hem alleen maar aanmoedigen zijn natuurlijke vrees te overwinnen.

Une quatrième question concerne les opérations de sécurisation des opérateurs en Bourse. On a beaucoup reproché à la Caisse d'intervention (certainement à celle qui fonctionnait dans l'ancien système, avant le premier «big bang») l'insuffisance de ses ressources, son manque de capitaux pour indemniser les victimes éventuelles de krachs d'agent de change. Le système actuel est-il mieux organisé? L'indemnisation sera-t-elle plus complète?

Enfin, le membre se réfère aux systèmes de clearing. Effectivement, sous la précédente législature, nous nous sommes occupés de ce problème qui ne paraît pas clair. D'une part, Bruxelles est une Bourse où la plupart des titres sont au porteur et pas dématérialisés. La C.I.K. a été beaucoup critiquée (pour pertes de titres, pour une gestion assez «légère»). À côté de cela, la Banque nationale cherche de nouveaux domaines d'activités qui compenseront la perte d'activités qui résultera de l'introduction de la monnaie unique (euro). Par conséquent, la Banque nationale s'est offerte à faire du clearing.

Comment cette dualité d'opérations est-elle compatible avec la réduction des coûts et avec des systèmes plus efficaces? Le fait que l'investisseur belge veut à tout prix avoir des titres au porteur et pas des titres nominatifs ou dématérialisés, va à l'encontre d'une rationalisation dans le domaine du clearing.

Sur l'institutionnalisation de l'investissement, M. Bergen souligne que l'un n'exclut pas l'autre. Le fait qu'un investisseur ait le choix d'investir en direct en faisant lui-même son «stock-picking», n'exclut pas que d'autres investisseurs qui sont moins tentés par des investissements directs en Bourse trouveraient un intérêt à passer par des intermédiaires professionnels qui présentent l'investissement en Bourse sous la forme d'un fonds, ou d'une autre formule, en donnant certaines garanties.

L'institutionnalisation de l'investissement tient tout simplement compte de cet aspect culturel, c'est-à-dire l'hésitation de nos investisseurs vis-à-vis des investissements en actions.

M. Bergen attire également l'attention de la commission sur le fait que dans certains pays, comme aux Pays-Bas, qui ont plus d'investisseurs institutionnels, on voit un lien direct très prononcé entre la présence d'institutionnels et l'activité en Bourse. Une plus grande liquidité — qui très souvent est faite par des intervenants professionnels — est tout à l'avantage de l'investisseur privé.

M. Martin souligne qu'il n'y a pas d'incompatibilité entre les deux thèses. Il est un fait que le Belge n'est pas le plus fervent acheteur d'actions individuelles. Des moyens qui lui offrent des produits avec moins de risques, une meilleure information et une diversification plus grande, ne peuvent que l'encourager à surmonter ses craintes naturelles.

Er moet vooral gedacht worden aan een verdere ontwikkeling in België van de tweede en derde pijler op het vlak van de pensioenen. De financiering van de toekomstige pensioenen behoort toch tot onze grote uitdagingen voor de 20 of 30 komende jaren. Er bestaat een reservoir van spaargeld op lange termijn dat meer in de vorm van een regelmatige stroom naar de beursmarkt gestuurd zou kunnen worden. In vergelijking met de reserves van de pensioenstelsels in Nederland, het Verenigd Koninkrijk of Zwitserland staan wij nog zeer ver van beleggingen in deze vorm. Men zou zich kunnen afvragen of er geen middel bestaat om meer soorten pensioenfondsen te ontwikkelen die gemakkelijk toegankelijk zijn voor K.M.O.'s, zelfstandigen, enz.

Wat bezit van aandelen betreft, zijn de meningen binnen de Belgische Vereniging van Banken steeds verdeeld geweest. Sommige bankiers zijn misschien voorzichtiger op dat vlak. Het standpunt van de B.V.B. is dat, indien de Europese richtlijnen sommige zaken toestaan, men aan de Belgische kredietinstellingen ten minste dezelfde concurrentiemiddelen moet geven als aan hun concurrenten in andere Europese landen. Dit betekent niet dat men van die mogelijkheden een onmatig of onbezonnen gebruik mag maken, maar degenen die dat wensen, die ertoe in staat zijn en de interne toezichts- en begeleidingsstructuren bezitten, moeten dezelfde mogelijkheden krijgen.

Wat de bescherming van de beleggers betreft, legt de heer Martin uit dat het systeem een eerste keer is hervormd in 1990 en dat duidelijker en meer formele regels zijn vastgesteld voor de Interventiekas.

Gelet op de middelen die tot dusver beschikbaar waren, heeft dat systeem niet slecht gewerkt. Het spreekt vanzelf dat een meer ingrijpende hervorming nodig zal zijn: binnenkort wordt een Europese richtlijn aangenomen en die zal vóór eind 1997 moeten worden omgezet. Deze richtlijn zal twee wezenlijke gevolgen hebben op gebied van grotere zekerheid: enerzijds zullen alle beleggingsmaatschappijen in de zin van de Europese richtlijn (de beursvennootschappen en de kredietinstellingen) aan dat systeem moeten deelnemen; anderzijds zullen de verbintenis- en net als bij de depositobescherming onvoorwaardelijk moeten zijn.

Uiteraard moeten redelijke grenzen worden gesteld opdat het systeem financierbaar blijft, maar er is onbetwistbaar vooruitgang op het gebied van de bescherming van de beleggers.

Het nieuwe systeem zou binnen de twee komende jaren ingevoerd moeten zijn.

Wat betreft de *clearing*-systemen, verklaart de heer Bergen dat dit in feite het risico op de tussenpersoon betreft en dus niet het beurs-risico op zich. Om dit risico te beperken, bestaan er twee denkpijlers: ener-

Il faut surtout penser à développer davantage en Belgique les deuxième et troisième piliers en matière de pensions. Le financement des futures pensions est quand même une de nos grandes préoccupations pour les 20 ou 30 années à venir. Il y a un réservoir d'épargne à long terme qui pourrait se canaliser davantage sous la forme d'un flux régulier vers le marché boursier. Comparé aux réserves des systèmes de pension aux Pays-Bas, au Royaume-Uni ou en Suisse, nous sommes encore très éloignés des investissements sous cette forme. On pourrait se demander s'il n'y a pas moyen de développer davantage des formes de fonds de pension qui sont facilement accessibles aux P.M.E., aux indépendants, etc.

En matière de détention d'actions, les avis au sein de l'Association belge des banques ont toujours été partagés. Certains banquiers sont peut-être plus prudents dans ce domaine. La thèse de l'A.B.B. est que, si les directives européennes permettent certaines choses, il faut au moins donner les mêmes moyens concurrentiels aux établissements de crédit belges qu'à leurs concurrents des autres pays européens. Ceci n'implique pas un usage immodéré ou aveugle. Ceux qui le souhaitent et qui sont capables et possèdent les structures internes de contrôle et d'accompagnement, doivent avoir les mêmes possibilités.

En matière de sécurité de la clientèle, M. Martin explique que le système a été réformé une première fois en 1990 et que des règles plus claires et plus formelles ont été établies pour la Caisse d'intervention.

Étant donné les moyens disponibles jusqu'à présent, ce système n'a pas mal fonctionné. Il est évident qu'une réforme plus fondamentale suivra: une directive européenne sera adoptée incessamment et devra être transposée avant la fin de 1997. Cette directive aura deux conséquences essentielles dans le sens d'une plus grande sécurité: d'une part, toutes les sociétés d'investissement au sens des directives européennes (les sociétés de Bourse et les établissements de crédit) devront participer à ce système; d'autre part, comme pour la protection des dépôts, les engagements devront être inconditionnels.

Il faut évidemment fixer des limites raisonnables pour que le système soit finançable, mais il y a incontestablement un progrès en matière de protection de la clientèle.

Le nouveau système devrait être mis en place dans les deux années qui viennent.

Pour ce qui est des systèmes de *clearing*, M. Bergen déclare qu'ils concernent en fait le risque relatif à l'intermédiaire et non pas, par conséquent, le risque boursier en soi. Pour limiter ce risque, il existe deux

zijds de klassieke benadering, namelijk een verzekering ingeval een intermediair zijn verplichtingen niet kan nakomen, waarbij een interventiekas een vergoeding toekent aan de belegger, en anderzijds ervoor te zorgen dat de transfertmechanismen tussen liquiditeiten en titels zekerder worden gemaakt. Zo werden er systemen opgezet, zoals «*delivery against payment*» en «*payment against payment*».

In Belfox bestaat reeds een systeem waarbij de zekerheid van niet-respectering van verplichtingen grotendeels wordt opgevangen door de verplichting van alle tussenpersonen om het verschil tussen de afgesproken transactieprijs en de marktwaarde, middels stortingen «*margin calls*» vast te zetten.

Het rapport «Andersen» over de beurs van Brussel, bevat eveneens aanbevelingen betreffende «*margin-base*»-systemen. De bedoeling is om op termijn te evolueren tot transfertsystemen die veel bedrijfszekerder zijn en die deels ook de assurantiebenadering vervangen of minstens aanvullen.

Een commissielid wijst op de vele hervormingen die de sector de laatste jaren verwerkt heeft. Niettegenstaande deze hervormingen, blijft België achterna hinken op de aan de gang zijnde evoluties op de financiële markten. In vergelijking met de ons omringende landen, waar de hervormingen verder gaan en de markten zich sterker ontwikkelen, komen we steeds te laat en ook steeds met veel te weinig hervormingen. De vraag is dan ook of wij nog een kans hebben om Brussel om te vormen tot een financiële markt van enig belang.

De heer Bergen geeft toe dat Brussel enige achterstand heeft. De hervormingen waren dan ook noodzakelijk en zéér dringend. Wij moesten enige systemen opstarten die in het buitenland al sedert geruime tijd werkzaam waren. Iedereen die betrokken is bij de beurshervorming, is zich ten eerste bewust van het feit dat er geen tijd meer te verliezen is.

De hoeveelheid werk die op dit ogenblik wordt verzet, mag niet onderschat worden. De problematiek situeert zich echter op verschillende niveaus. Er is vooreerst de bijna-institutionele hervorming van de werking van de beurs als instelling zelf. De optie om het beursbeheer toe te vertrouwen aan een professioneel directiecomité is positief. Een scheiding tussen het directiecomité en de raad van bestuur zal het professioneel beleid van de beurs als instelling ten goede komen.

In de huidige fase wordt deze institutionele hervorming verwerkt, hetgeen moet toelaten om de meer strategische maatregelen te nemen die enerzijds meer kapitaalvragers tot een beursgang zullen bewegen en anderzijds ook de beleggers beter de weg naar de beurs zullen tonen dan nu het geval is.

pistes de réflexion: d'une part, l'approche classique, c'est-à-dire une assurance pour l'éventualité où un intermédiaire ne respecterait pas ses obligations, auquel cas une caisse d'intervention accorderait une indemnité à l'investisseur et, d'autre part, faire en sorte de rendre plus sûrs les mécanismes de transferts entre les liquidités et les titres. On a donc mis sur pied des systèmes tels que la «livraison contre règlement» et le «*payment against payment*».

Dans le cadre de Belfox, il existe déjà un système permettant d'amortir en grande partie le non-respect des obligations: tous les intermédiaires sont tenus de bloquer la différence entre le prix transactionnel prévu et la valeur du marché par des versements «*margin calls*».

Le rapport Andersen sur la Bourse de Bruxelles contient lui aussi des recommandations concernant des systèmes «*margin-base*». Le but est d'en arriver à terme à des systèmes de transfert d'un fonctionnement beaucoup plus sûr qui remplacent ou complètent du moins partiellement l'approche par assurance.

Un commissaire se réfère aux nombreuses réformes que le secteur a dû assimiler ces dernières années. En dépit de celles-ci, la Belgique reste à la traîne des évolutions en cours sur les marchés financiers. Comparativement aux pays voisins où les réformes se poursuivent et où les marchés se développent plus fortement, nous arrivons toujours trop tard et, toujours aussi, avec beaucoup trop peu de réformes. On peut dès lors se demander s'il nous reste une chance de faire de Bruxelles un marché financier d'une certaine importance.

M. Bergen reconnaît que Bruxelles a un certain retard. Les réformes étaient donc nécessaires et très urgentes. Nous avons dû mettre en route quelques systèmes qui étaient opérationnels à l'étranger depuis pas mal de temps déjà. Quiconque est concerné par la réforme de la Bourse est parfaitement conscient qu'il n'y a plus de temps à perdre.

La quantité de travail accompli pour l'instant ne doit pas être sous-estimée. Le problème se situe toutefois à différents niveaux. Il y a tout d'abord la réforme quasi institutionnelle du fonctionnement de la Bourse en tant qu'institution. Le choix qui a été fait de confier la gestion de la Bourse à un comité de direction professionnel est positif. La séparation entre le comité de direction et le conseil d'administration favorisera le professionnalisme de la Bourse en tant qu'institution.

Dans la phase actuelle, cette réforme institutionnelle est en voie d'assimilation, ce qui doit permettre de prendre les mesures plus stratégiques qui, d'une part, attireront vers la Bourse davantage de demandeurs de capitaux et, d'autre part, montreront le chemin de la Bourse aux investisseurs mieux que ce n'est le cas aujourd'hui.

Deze eerste institutionele hervorming moet afge-
werkt worden vooraleer er meer fundamenteel aan de
strategie kan worden gewerkt.

Het probleem is dat de twee probleemgebieden
terzelfdertijd aan de orde zijn.

Het commissielid wijst op de tendens om de finan-
ciële markten op een fragmentarische manier te bena-
deren en een bepaalde toezichtsautoriteit te creëren
per fragment zodat de globale controle op het geheel
zeer moeilijk wordt. Dit leidt onvermijdelijk tot
overlappenden in de controles die de diverse instanties
uitvoeren en tot bijkomende kosten voor de financiële
instellingen.

De heer Martin onderstreept dat er ook in het
buitenland verscheidene toezichtsmodellen bestaan.
Een zekere mate van scheiding van de rollen om
belangenconflicten te voorkomen en een maximale
transparantie te bieden, is wenselijk. Er zit een logica
in:

- een instelling beheert de systemen voor de be-
scherming van de beleggers;
- een instelling is belast met het bedrijfseco-
nomisch toezicht;
- een marktautoriteit ziet erop toe dat de integri-
teit van de markten wordt nageleefd, enz.

Die drie taken moeten duidelijk worden onder-
scheidend.

Vraag is of er bij die drie taken niet een te grote
fragmentering. Moet niet worden gekozen voor
instellingen met ruimere bevoegdheden, elk op hun
eigen gebied?

De tweede fase van de hervorming is in vergelijking
met die van 1990 reeds een duidelijke stap vooruit op
gebied van de verdeling van de bevoegdheden.

De heer Martin meent dat het nieuwe systeem nu
moet worden getest vooraleer nieuwe verbeteringen
worden aangebracht.

Een lid verwijst naar artikel 14 van richtlijn 93/22/
E.G. van 10 mei 1993.

In België hebben wij de gewoonte om, bij een
beslissing, de marktdeelnemers die afkomstig zijn uit
andere landen regels op te leggen die reeds jaren be-
staan en allerlei andere beperkingen. Volgens artikel
14 is het duidelijk dat dit soort beperkingen niet mag
worden opgelegd aan degenen met een Europees
paspoort die kunnen werken op basis van dat
paspoort.

In punt 3 van artikel 14 worden op limitatieve wijze
de voorwaarden opgesomd die gelden voor de ver-
richtingen van tussenpersonen in een gereglemen-
teerde markt. Er wordt duidelijk gezegd dat de

Cette première réforme professionnelle doit être
achevée avant que l'on puisse s'attaquer plus fonda-
mentalement à la stratégie.

La difficulté est que les deux problèmes se posent
simultanément.

Le commissaire souligne que l'on a tendance à
aborder les marchés financiers de manière fragmentée
et de créer une autorité de contrôle par fragment, ce
qui rend très difficile le contrôle global de l'ensemble.
Cette démarche entraîne inévitablement des chevauche-
ments dans les contrôles effectués par les diverses
instances et des coûts supplémentaires pour les
établissements financiers.

M. Martin souligne qu'à l'étranger existent aussi
différents modèles de contrôle. Une certaine sépara-
tion des rôles pour éviter notamment les conflits
d'intérêts et pour donner un maximum de transpa-
rence, est assez souhaitable. Il y a une logique :

- une institution gère les systèmes de protection
de la clientèle;
- une institution est chargée du contrôle pruden-
tiel;
- une autorité de marché veille à ce que l'intégrité
des marchés soit respectée, etc.

Ces trois rôles doivent être clairement distingués.

La question est de savoir s'il n'y a pas une trop
grande fragmentation au niveau de ces trois rôles. Ne
faut-il pas opter pour des institutions qui auront une
compétence plus large, chacune dans leur domaine
spécifique?

La deuxième phase de la réforme par rapport à celle
de 1990 signifie déjà un progrès sensible dans le
partage des compétences.

M. Martin estime qu'il faut maintenant tester le
nouveau système avant d'entreprendre de nouvelles
améliorations.

Un membre fait référence à l'article 14 de la direc-
tive 93/22/C.E.E. du 10 mai 1993.

En Belgique, nous avons l'habitude, lors d'une déli-
bération, d'imposer aux opérateurs provenant des
autres pays des règles qui préexistaient depuis des
années et d'autres contraintes de toutes espèces. Selon
l'article 14, il est évident que ce genre de contraintes
ne peut pas être imposé à ceux qui ont un passeport
européen et qui peuvent opérer en fonction de ce
passeport.

Le point 3 de l'article 14 énumère de façon limita-
tive les conditions auxquelles les prestations des inter-
médiaires peuvent être soumises dans un marché
réglementé. Il est clairement dit que les autorisations

vergunningen hoe dan ook moeten worden verleend onder voorwaarden die de snelle uitvoering van de orders van de belegger niet in gevaar brengt.

Wat betreft de bestaande concurrentie op gebied van de clearing tussen de marktdeelnemers, herhaalt het lid zijn reeds eerder gestelde vraag over het coëxisteren van enerzijds een Nationale Bank die nieuwe activiteiten zoekt en anderzijds het C.I.K. waarvan de activiteiten de neiging vertonen niet meer te stijgen en thans zelfs, af te nemen, en of dit niet zal leiden tot een verhoging van de kostprijs.

De heer Martin verwijst naar een «Belarfi»-project. De bedoeling is overleg te organiseren tussen alle betrokken partijen om tot een meer rationele, meer gecentraliseerde aanpak te komen en tot een duidelijke en efficiënter taakverdeling om een uiterst gefragmenteerd systeem met interne rivaliteiten te voorkomen.

De heer Martin hoopt dat het project slaagt en tot een duidelijker oplossing leidt.

B. De Raad van Bestuur van de effectenbeursvennootschappen

B.1. Uiteenzetting van de heer Cooreman, voorzitter van de Raad van Bestuur van de Effectenbeursvennootschap van Brussel

Vooreerst verklaart de heer Cooreman dat het prudentieel beleid niet tot de bevoegdheid van de raad van bestuur behoort. Artikel 14 van de wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs is zeer formeel: de raad van bestuur is bevoegd om het algemeen beleid van de effectenbeursvennootschap uit te stipelen. Het directiecomité is de autonome marktautoriteit. De raad van bestuur houdt toezicht op het bestuur van het directiecomité, behalve waar het de uitoefening betreft van zijn bevoegdheden als marktautoriteit (art. 14, 2^o).

Wat betreft de toekomstperspectieven voor de Belgische effectenbeurzen, meent de heer Cooreman dat de beurs zich momenteel op een keerpunt bevindt. Een aantal fundamentele hervormingen zijn vereist en moeten dan ook volledig (én met enthousiasme) doorgevoerd worden. Het verenigd Europa moet gerealiseerd worden, ondanks de moeilijkheden die nog zullen rijzen op economisch, sociaal of ander vlak. De economische geschiedenis leert ons dat België altijd een grote rol heeft gespeeld op economisch vlak: zo heeft België een groot deel van de spoorwegen en de elektriciteitsvoorzieningen in gans de wereld (Polen, Rusland, Turkije, China, Egypte, Zuid-Amerika, ...) aangelegd.

Er mag immers niet uit het oog worden verloren dat de economie de basis van de welvaart is: zonder het

doivent en tout cas pouvoir être données dans des conditions qui ne mettent pas en cause la prompte exécution des ordres de l'investisseur.

Sur la concurrence existant dans le domaine du clearing entre opérateurs, le membre répète sa question posée préalablement sur la coexistence, d'une part, d'une Banque nationale qui cherche de nouvelles activités et, d'autre part, de la C.I.K. dont la matière a plutôt tendance à ne pas augmenter, voire à se réduire à l'heure actuelle: cette coexistence ne conduira-t-elle pas à une augmentation du coût?

M. Martin se réfère au projet «Belarfi». L'idée est d'organiser une concertation entre toutes les parties concernées pour arriver à une approche plus rationnelle, plus centralisée, et à une répartition des tâches plus claire et plus efficace pour éviter un système extrêmement fragmenté, avec des rivalités internes.

M. Martin espère que le projet réussisse et aboutisse à une solution plus claire.

B. Conseil d'administration des Sociétés de la Bourse des valeurs mobilières

B.1. Exposé de M. Cooreman, président du conseil d'administration de la Société de la Bourse des valeurs mobilières de Bruxelles

M. Cooreman déclare tout d'abord que la politique prudentielle ne relève pas des compétences du conseil d'administration. L'article 14 de la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placement est très formel: le conseil d'administration a pour mission de définir la politique générale de la société d'une bourse de valeurs mobilières. Le comité de direction est l'autorité de marché. Le conseil d'administration assure la surveillance de la gestion exercée par le comité de direction, à l'exclusion des compétences de celui-ci en tant qu'autorité de marché (art. 14, 2^o).

Pour ce qui est des perspectives d'avenir de la Bourse belge des valeurs, M. Cooreman estime que la Bourse se trouve aujourd'hui à un tournant. Une série de réformes fondamentales s'imposent, qu'il convient d'appliquer intégralement (et avec enthousiasme). Il faut réaliser l'Europe unie en dépit des difficultés économiques et sociales ou autres qui ne manqueront pas de surgir encore. L'histoire nous apprend que la Belgique a toujours joué un rôle économique de premier plan. C'est ainsi qu'elle a construit, notamment, une grande partie des voies ferrées et des installations électriques existant dans le monde (Pologne, Russie, Turquie, Chine, Égypte, Amérique latine, ...).

Il ne faut pas oublier, en effet, que l'économie constitue le fondement de la prospérité: sans création

creëren van werkgelegenheid kan geen rijkdom worden verdeeld en is economische democratie onmogelijk. De ontmanteling van België is dan ook beangstigend: zo is de cementnijverheid, waarin België een leiderspositie bekleedde, niet langer meer Belgisch.

De Brusselse beurs heeft niet de ambitie om de Londense beurs te evenaren, maar wel om het maximum van het potentieel in België te realiseren. Indien deze doelstelling wordt gerealiseerd, wordt in België een toegevoegde waarde gecreëerd. De rol van de beurs is in deze context niet onbelangrijk want een toegevoegde waarde creëren zonder markt is waardeloos.

Het is een feit dat al vrij veel wijzigingen werden overeengekomen. Nu is het ogenblik om al deze wijzigingen te verwerken en toe te passen.

Er is een toekomst voor de beurs.

De markt moet dan wel een echte markt zijn: transparant en liquide. Het directiecomité heeft de nodige ambitie.

Er zijn verschillende koninklijke besluiten in voorbereiding, onder meer om de kosten voor de prospecten en de noteringen te verminderen. Om van Brussel een echte markt te maken, mogen er geen hinderpalen meer zijn.

Over de problematiek van het risicodragend kapitaal verheugt de heer Cooreman zich ten zeerste over het feit dat nu toch al een aantal ideeën bespreekbaar zijn, hetgeen vroeger niet het geval was. Evenwel liggen er nu te veel ideeën tegelijkertijd op tafel: alles is immers niet uitvoerbaar. De Regering en het Parlement zullen op een gegeven ogenblik duidelijke keuzes moeten maken.

Daarbij mag niet uit het oog worden verloren dat de *societas leonina* nooit werkt. De genomen maatregelen mogen de factoren werkgelegenheid, het tekort op de begroting, de reserves voor de pensioenen en de demografie, niet bezwaren. Zo zal een maatregel die de werkgelegenheid stimuleert ten koste van de begroting op termijn voor negatieve effecten zorgen. Goede maatregelen zijn niet eenvoudig te nemen.

Wat betreft het risicodragend kapitaal, pleit de heer Cooreman voor aandelen op naam. Zo kan bijvoorbeeld overwogen worden om de roerende voorheffing af te schaffen voor nominatieve aandelen. Dergelijke aandelen bieden tal van voordelen, zoals minder kosten, minder verhandelingsrisico en meer transparantie.

Eén van de gelanceerde ideeën is de vrijstelling van successierechten. Een dergelijke beslissing behoort

d'emplois, la redistribution des richesses et la démocratie économique sont impossibles. C'est pourquoi le démantèlement de la Belgique est si inquiétant. À preuve, par exemple, le fait que l'industrie du ciment, qui était un secteur dans lequel la Belgique occupait une position dominante, n'est plus contrôlée par elle désormais.

La Bourse de Bruxelles a l'ambition, non pas d'égaliser la Bourse de Londres, mais de réaliser au maximum le potentiel de la Belgique. Si elle y parvient, elle aura créé une valeur ajoutée dans notre pays. La Bourse a un rôle non négligeable à jouer sous ce rapport, car il ne sert à rien de créer de la valeur ajoutée s'il n'existe pas de marché.

En fait, l'on s'est déjà mis d'accord sur un nombre relativement élevé de modifications à apporter. Le moment est venu de procéder à ces modifications et de les appliquer.

Il y a un avenir pour la Bourse.

Mais il faut que l'on dispose d'un vrai marché qui soit à la fois transparent et liquide. Le comité de direction a l'ambition qu'il faut pour atteindre cet objectif.

Divers arrêtés royaux sont en préparation et visent notamment à réduire les frais de réalisation des prospectus et de cotation. Si l'on veut faire de Bruxelles un véritable marché, il faut éliminer tous les obstacles.

En ce qui concerne la question du capital à risque, M. Cooreman est très heureux de constater que certaines idées peuvent être examinées aujourd'hui, qui ne pouvaient pas l'être auparavant. Pour l'heure, les idées avancées sont toutefois trop nombreuses. Il est, en effet, impossible de tout réaliser. Le Gouvernement et le Parlement devront opérer, à un moment donné, des choix précis.

Il ne faut pas perdre de vue à cet égard que la société léonine est toujours vouée à l'échec. Les mesures que l'on adoptera ne pourront pas aggraver le problème de l'emploi, le déficit budgétaire, les réserves pour les pensions et le problème démographique. Une mesure favorable à l'emploi mais grevant le budget aurait en effet des conséquences négatives à terme. Il n'est pas facile de prendre de bonnes mesures.

Pour ce qui est du capital à risque, M. Cooreman plaide en faveur des actions nominatives. L'on pourrait par exemple envisager de supprimer le précompte mobilier pour ces actions. Les valeurs de ce type offrent beaucoup d'avantages, en ce sens qu'elles génèrent des frais moins élevés, qu'elles peuvent être négociées avec moins de risques et qu'elles accroissent la transparence.

L'exonération des droits de succession est l'une des idées qui ont été avancées, mais seules les régions

echter tot de bevoegdheid van de Gewesten. De heer Cooreman is eerder voorstander van een belasting-vrijstelling voor giften. Enerzijds is dit een federale materie. Anderzijds is een volgende regering niet gebonden door een beslissing van deze regering, zodat een vrijstelling van successierechten altijd kan ongedaan gemaakt worden, terwijl een vrijstelling van schenkingsrechten onmiddellijk geldt. De kostprijs van een vrijstelling van schenkingsrechten is quasi nihil aangezien nu de aandelen aan toonder toch al worden doorgegeven op een wijze dat er geen schenkingsrechten worden op betaald. Een vrijstelling van schenkingsrechten zal een enorm hefboomeffect tot gevolg hebben omdat aan de vrijstelling bepaalde voorwaarden verbonden kunnen worden, zoals bijvoorbeeld dat het moet gaan om aandelen, of dat het geld wordt geïnvesteerd in de verwerving of de bouw van een onroerend goed of voor het opstarten van een nieuwe zaak.

De rijkdom van 27 000 miljard privé-bezit zit voornamelijk bij de Belgen ouder dan 55 tot 60 jaar. Als men erin slaagt om uit dit geblokkeerde bezit 100 tot 200 miljard vrij te maken, zal het effect op de Belgische economie en de staatsbegroting aanzienlijk zijn.

B.2. Uiteenzetting van de heer M. Corluy, voorzitter van de Raad van Bestuur van de Effectenbeursvennootschap van Antwerpen

Over de controle in de beurswereld stipt de heer Corluy aan dat artikel 19 van de wet van 6 april 1995 bepaalt dat het directiecomité waakt over de naleving van de bepalingen van de artikelen 36 tot en met 40 wat betreft de bemiddelaars die optreden op de beursmarkten.

Drie fundamentele onduidelijkheden blijven bestaan :

1. Wie controleert de leden van de beurs met betrekking tot de naleving van de deontologie en de andere bepalingen van de artikelen 36 tot en met 40 voor transacties op de buitenlandse beurzen ?

2. Wie controleert de niet-leden van de beurs met betrekking tot de naleving van de deontologie en de andere bepalingen voor transacties die via correspondenten op de beurs worden uitgevoerd? De beursvennootschappen zijn verplicht vennoot en lid te worden van een effectenbeurs terwijl deze verplichting niet geldt voor de kredietinstellingen.

3. Wie controleert de niet-leden van de beurs voor de buitenlandse transacties ?

De persoonlijke visie van de heer Corluy over de controle op beursactiviteiten — die door veel collega's niet wordt gedeeld — is dat voor beurzen waar de omzet niet zo groot is, zoals het geval is in

peuvent en décider. M. Cooreman est plutôt partisan de l'exonération fiscale des donations, qui relève, elle, des compétences fédérales. Qui plus est, comme les décisions du Gouvernement actuel n'engagent pas les gouvernements futurs, l'exonération des droits de succession pourrait toujours être annulée, alors que l'exonération fiscale des donations est immédiatement applicable, sans plus. Comme les actions au porteur sont déjà transmises de manière à éviter le paiement de droits de donation, le coût de l'exonération fiscale serait pratiquement nul, et comme l'on peut mettre certaines conditions à l'exonération, par exemple en ne la prévoyant que pour les actions ou en spécifiant que les sommes en question doivent être affectées à l'acquisition ou à la construction d'un bien immeuble ou au lancement d'une nouvelle activité, la mesure aura un effet de levier considérable.

La majeure partie du patrimoine privé des Belges, qui s'élève à 27 000 milliards de francs, est détenue par des personnes âgées de 55 à 60 ans. Il s'agit d'un patrimoine bloqué. La libération de quelque 100 à 200 milliards de celui-ci aurait un effet très positif, et pour l'économie belge, et pour le budget de l'État.

B.2. Exposé de M. M. Corluy, président du conseil d'administration de la Société de la Bourse des valeurs mobilières d'Anvers

Concernant le contrôle de la Bourse, M. Corluy rappelle que l'article 19 de la loi du 6 avril 1995 dispose que le comité de direction veille au respect des dispositions des articles 36 à 40 en ce qui concerne les intermédiaires agissant sur les marchés boursiers.

Trois imprécisions fondamentales subsistent :

1. Qui contrôle les membres de la Bourse quant au respect de la déontologie et des autres dispositions des articles 36 à 40 pour ce qui est des transactions dans les bourses étrangères ?

2. Qui contrôle les non-membres de la Bourse quant au respect de la déontologie et des autres dispositions pour ce qui est des transactions effectuées à la Bourse par l'intermédiaire de correspondants? Les sociétés de la Bourse doivent être associées et membres d'une Bourse des valeurs mobilières, tandis que cette obligation ne vaut pas pour les établissements de crédit.

3. Qui contrôle les non-membres de la Bourse pour les transactions étrangères ?

Le point de vue personnel de M. Corluy au sujet du contrôle des activités boursières — point de vue que beaucoup de collègues ne partagent pas — est que pour les Bourses où, comme en Belgique, le chiffre

België, het niet gezond is dat te veel controlebevoegdheden worden toegekend aan de beursautoriteiten. In kleinere beurzen moeten de beursautoriteiten hun aandacht volledig richten op de commerciële activiteit, d.w.z. op het aantrekken van leden, het verhogen van de omzet en het aantrekken van nieuwe beursintroducties.

Controlebevoegdheden zijn pas nuttig zodra de omzet voldoende groot is — in ieder geval veel groter dan de omzet van de Belgische effectenbeurzen.

De effectenbeursvennootschap van Antwerpen schikt zich uiteraard naar de wil van de wetgever.

Over de gang van zaken op de beurs zelf, meent de heer Corluy dat het echte probleem de leegloop van beursnoteringen en bijgevolg ook de liquiditeit van de effecten die op de beurs genoteerd zijn, is. In Antwerpen wordt de volledige aandacht gericht op de beursintroducties. Deze taak moet de raad van bestuur zelfstandig uitbouwen. De stille reserves die de beurscommissie had opgebouwd laten nu toe om gedurende een aantal jaren investeringen in die richting te financieren.

Wat betreft de steun van de overheid, is de heer Corluy geen voorstander van ingewikkelde constructies van diverse soorten aandelen, doch wel van verstaanbare, duidelijke fiscale stimuli.

Inzake roerende voorheffing pleit de heer Corluy voor een uniformisering van de roerende voorheffing op de opbrengsten van risicodragend kapitaal en op de opbrengsten van niet-risicodragend kapitaal. De roerende voorheffing op dividenden moet verlaagd worden tot het niveau van de roerende voorheffing op obligatiecoupons.

Een vrijstelling of gevoelige verlaging van de successierechten op aandelenbezit zal zeker leiden tot de officialisering van aandelenbezit en bijgevolg tot een gezondere situatie. Het voorstel van de Vlaamse Regering om de successierechten op aandelenbezit te verlagen naar 3 pct. is dan ook lovenswaardig.

Een ander idee betreft de jaarlijkse taks die de overheid int op beursnoteringen. In plaats van de beursgenoteerde bedrijven jaarlijks te taxeren zouden eerder de niet-genoteerde bedrijven moeten worden getaxeerd vanaf het ogenblik dat zij een bepaalde grens van eigen vermogen overschrijden. Een dergelijke operatie zou zeker geen verlies voor de schatkist betekenen, doch eerder winst genereren.

De heer Corluy spreekt zich ten slotte positief uit over het wetsontwerp tot wijziging van de wet van 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen, de wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten en de wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten,

d'affaires n'est pas tellement élevé, il n'est pas sain d'attribuer trop de compétences de contrôle aux autorités boursières. Dans les Bourses moins importantes, les autorités boursières doivent consacrer toute leur attention à l'activité commerciale, c'est-à-dire s'efforcer d'attirer des membres, d'accroître le chiffre d'affaires et de promouvoir les nouvelles inscriptions.

Des compétences de contrôle ne deviennent utiles qu'à partir du moment où le chiffre d'affaires est suffisamment élevé — en tout cas beaucoup plus élevé que celui des Bourses belges des valeurs mobilières.

La Société de la Bourse des valeurs mobilières d'Anvers se conforme bien entendu à la volonté du législateur.

Sur le cours des choses à la Bourse même, M. Corluy considère que le véritable problème réside dans la diminution du nombre des cotations et, par conséquent aussi, de la liquidité des titres cotés à la Bourse. À Anvers, on concentre toute l'attention sur les nouvelles inscriptions. C'est une tâche dont le conseil d'administration doit s'occuper de manière autonome. Les réserves que la commission de la Bourse avait constituées permettent aujourd'hui de financer des investissements dans ce sens pendant plusieurs années.

En ce qui concerne l'aide publique, M. Corluy n'est pas partisan de constructions complexes multipliant les catégories d'actions, mais bien d'incitants fiscaux clairs et aisément compréhensibles.

En matière de précompte mobilier, M. Corluy plaide pour l'uniformisation du précompte mobilier sur le produit du capital à risque et sur le produit du capital sans risque. Le précompte mobilier sur les dividendes doit être ramené au niveau de celui sur les coupons d'obligations.

Une exonération ou une réduction sensible des droits de succession sur les actions inciterait certainement les détenteurs d'actions à les officialiser, ce qui assainirait la situation. Il faut donc se féliciter de la proposition du Gouvernement flamand de ramener à 3 p.c. les droits de succession sur les actions.

Une autre idée concerne la taxe annuelle perçue par les pouvoirs publics sur les cotations. Au lieu de taxer annuellement les entreprises cotées en Bourse, il vaudrait mieux taxer les entreprises non cotées à partir du moment où elles dépasseraient un certain seuil de fonds propres. Une telle opération ne se traduirait certainement pas par une perte pour le Trésor, mais plutôt par un gain.

Enfin, M. Corluy se prononce favorablement sur le projet de loi modifiant la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers et la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des

het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs en inzake de effectenbanken (Doc. Senaat, nr. 1-260/1).

Bespreking

Wat betreft voorstellen om de belegging in risicodragendkapitaal aan te moedigen, merkt een lid op dat twee ideeën ontbreken in de uiteenzettingen van de genodigden.

Het lid verwijst in eerste instantie naar de totale vrijstelling van successierechten voor bedrijfseffecten, die gecompenseerd zou worden door een jaarlijkse heffing of een minimumbelasting. Dit komt erop neer dat opnieuw elk jaar een bepaald bedrag wordt binnengerijfd waarbij als tegenprestatie beloofd wordt dat, op het ogenblik dat de nalatenschap openvalt geen successierechten zullen worden geïnd. Kiezen voor een dergelijke formule is niet alleen kiezen voor een zeer ingewikkelde regelgeving, maar ook voor het toepassen van de tactiek van de verschroeiende aarde (men strijkt onmiddellijk de inkomsten op met de belofte dat de opvolger van de huidige minister van Financiën geen belastingen meer zal heffen). Wij kennen die techniek maar al te goed.

Een tweede idee is de scheiding van de eigendom van de aandelen en het beheer van de onderneming waarop die aandelen betrekking hebben. Binnen bepaalde perken is dit reeds mogelijk, aangezien er nu reeds aandelen zonder stemrecht mogen worden uitgegeven ten belope van een bepaald deel van het kapitaal. Het is eigenlijk de bedoeling een *ad hoc*-structuur te creëren waarbij de aandeelhouders weten dat zij niet betrokken worden bij het management. Daarmee wil men ten hoogste de ongerustheid van middelgrote ondernemingen wegnemen die noch een bank willen die hen in moeilijkheden kan brengen als schuldeiser, noch holdings als aandeelhouders.

Als antwoord op die bezorgdheid is de Nationale Investeringsmaatschappij (N.I.M.) opgericht die risicodragendkapitaal diende te verstrekken om nieuwe activiteiten aan te moedigen. Maar de N.I.M. had niet het recht zich systematisch te mengen in het management van het bedrijf. De N.I.M. bestaat niet meer en is opgeslorpt door Ackermans en Van Haaren.

Andere ideeën betreffende de continuïteit van de bedrijven werden geopperd. Zo zal men bij K.M.O's er bijvoorbeeld voor zorgen dat bij het openvallen van een nalatenschap de zekerheid wordt geboden dat één van de erfgenamen het bedrijf kan voortzetten.

Ten slotte verwijst het lid naar het fundamentele probleem van de kritische massa van de beurzen en in het bijzonder van de twee Belgische beurzen. Op basis van de verhandelde volumes blijkt dat de beurs van Brussel ver achterblijft bij de andere Europese

entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements et relative aux banques de titres (Doc. Sénat, n° 1-260/1).

Discussion

Parmi les propositions de relance du capital à risque, un membre souligne que deux idées ne semblent pas être reprises dans les exposés des invités.

Premièrement, le membre fait référence à l'exonération totale des droits de succession de titres d'entreprises, qui serait compensée par une taxation annuelle ou un impôt minimum. Ceci consiste à nouveau à engranger chaque année un certain montant, avec comme promesse qu'au moment où la succession serait ouverte, on ne prélèverait pas les droits de succession. Une telle formule n'est pas uniquement institutionnellement très compliquée, mais n'est qu'une politique de la terre brûlée (on engrange tout de suite les revenus avec la promesse que le successeur du présent ministre des Finances ne taxera plus). Cette technique est bien connue.

Une deuxième idée est de scinder la propriété des actions et la gestion de l'entreprise à laquelle se rapportent ces actions. Dans une certaine limite, ceci est déjà possible puisque les actions sans droit de vote existent dans une certaine proportion du capital. En fait, l'idée est de créer une structure *ad hoc* dans laquelle les actionnaires sauront qu'ils n'ont rien à dire dans le management. À la limite, cette idée essaye de rencontrer toutes les inquiétudes des entreprises moyennes qui ne veulent pas avoir une banque qui pourrait les mettre en difficulté comme créancier, ni des actionnaires-holdings.

Pour répondre à cette inquiétude, la Société nationale d'investissements (S.N.I.) a été créée, qui devait fournir du capital à risque pour stimuler des activités nouvelles. Mais la S.N.I. n'avait pas le droit d'intervenir systématiquement dans le management de l'entreprise. La S.N.I. n'existe plus et a été absorbée par Ackermans et Van Haaren.

D'autres idées ont été lancées concernant la continuité des entreprises. Par exemple, pour les P.M.E., l'idée d'essayer, quand une succession s'ouvre, de faire en sorte qu'on a la certitude qu'un des héritiers poursuive les activités.

Enfin, le membre évoque le problème fondamental de la masse critique des Bourses et en particulier des deux Bourses belges. Le classement par volume des chiffres d'affaires démontre que la Bourse de Bruxelles vient assez loin après les autres Bourses européennes

beurzen (Londen, Parijs, de Duitse en Zwitserse beurzen, Amsterdam). In vergelijking met de Verenigde Staten, waar er slechts drie beurzen zijn te New York en één beurs te Chicago en niet veel andere beurzen, zijn er in Europa zeer veel beurzen.

Wij kunnen ons derhalve afvragen of ondanks de pogingen om de Europese beurzen aantrekkelijker te maken, bepaalde beurzen niet moeten verdwijnen (zoals de beurs van Athene of de Spaanse beurzen).

De heer Cooreman is van oordeel dat het debat over de structuur van een vennootschap en de splitsing tussen het beleid en de eigendom niet los staat van de problematiek van het risicodragend kapitaal. De splitsing is een meer fundamentele optie in het kader van economische democratie die in ieder geval duidelijk besproken en onderzocht moet worden.

In Nederland bestaat een ander model, zoals het model waarbij een beperkte groep van aandeelhouders het beleid bepalen. In België hebben alle aandeelhouders van een naamloze vennootschap stemrecht.

De heer Cooreman pleit voor een lagere taxatie van de gereserveerde winsten met de bedoeling om de vennootschappen te stimuleren om een betere kapitaalstructuur te creëren. De laatste 20 jaar werd weinig aandacht geschonken aan dit probleem. Het debat moet hernomen worden omwille van het maatschappelijk belang.

België is het enige land in Europa, zelfs misschien in de hele wereld, waar ongeveer 2/3 van de families eigenaar zijn van een woning. In België zijn er nog mensen die rijk zijn. Heel veel mensen werken er. Er is kapitaal. Dit is een maatschappelijk model waarover een parlementair debat moet worden georganiseerd.

Volgens de heer Cooreman werd over een aantal opgeworpen ideeën niet gesproken. Er kunnen natuurlijk steeds meer en andere ideeën ter tafel liggen. De vraag blijft wat er concreet zal worden verwezenlijkt. Belangrijk hierbij is dat het Parlement en de Regering op een bepaald ogenblik maatregelen nemen.

Met betrekking tot de werkgelegenheid zijn er veel interessante initiatieven te onderzoeken en te nemen. De heer Cooreman verwijst naar zijn vroeger ingediende voorstellen in verband met het huispersoneel in de privé-sector. Enerzijds zijn er in deze sector veel minder geschoolde werklozen die hier aan de slag kunnen en anderzijds is er een enorme behoefte. Massa's behoeften kunnen hierdoor worden vervuld. Op die manier kan aan de werklozen opnieuw een doel in hun leven gegeven worden, waardoor ze nuttig zijn in onze maatschappij en zich als mens gewaardeerd voelen.

Een andere mogelijkheid is een belastingkrediet op basis van het tewerkgesteld personeel toe te kennen

(Londres, Paris, les Bourses allemandes et suisses, Amsterdam, ...). Comparativement aux États-Unis, où il n'y a que trois Bourses à New York et une Bourse à Chicago, et pas beaucoup d'autres, nous avons beaucoup de Bourses en Europe.

Dès lors, la question est de savoir si, malgré les tentatives de l'heure actuelle pour rendre les Bourses européennes plus attrayantes, certaines Bourses ne sont pas condamnées (comme la Bourse d'Athènes ou les Bourses espagnoles).

M. Cooreman estime que le débat sur la structure d'une société et sur la séparation entre la définition de la stratégie et la propriété ne peut être dissocié du débat sur le problème du capital à risque. Cette séparation, qui correspond à l'un des choix fondamentaux opérés dans le cadre de la démocratie économique, doit en tout cas faire l'objet d'une analyse et d'un débat clairs.

Aux Pays-Bas, il existe un autre modèle, à savoir un modèle dans lequel un groupe limité d'actionnaires définit la stratégie. En Belgique, tous les actionnaires d'une société anonyme ont un droit de vote.

M. Cooreman plaide pour une taxation moins élevée des bénéfices réservés dans le but d'encourager les sociétés à créer une meilleure structure du capital. Ces vingt dernières années, l'on s'est peu préoccupé de ce problème. Le débat doit reprendre dans l'intérêt de tous.

La Belgique est le seul pays d'Europe, et même peut-être du monde, où deux familles sur trois sont propriétaires de leur logement. En Belgique, il y a encore des riches. Beaucoup de gens travaillent. Le capital ne manque pas. Ce modèle social doit faire l'objet d'un débat parlementaire.

M. Cooreman estime que l'on a omis de discuter d'un certain nombre d'idées qui ont été lancées. Il est évidemment toujours possible de multiplier les idées novatrices, mais toute la question est de savoir ce que l'on peut réaliser concrètement. Ce qui importe à cet égard, c'est que le Parlement et le Gouvernement prennent des mesures à un moment donné.

En ce qui concerne l'emploi, beaucoup d'initiatives intéressantes peuvent être envisagées et mises en pratique. M. Cooreman fait référence à ses anciennes propositions relatives au personnel domestique du secteur privé. Dans ce secteur, les besoins sont énormes et l'on peut y mettre au travail beaucoup de chômeurs peu qualifiés. Les besoins peuvent donc être largement satisfaits. Les chômeurs auront ainsi retrouvé un but dans leur vie et leur utilité dans la société. Ils se sentiront reconnus.

Il est également possible d'octroyer un crédit d'impôt aux sociétés sur la base de leurs effectifs. Une

aan vennootschappen. Een onderneming die personeel tewerkstelt, creëert belastingen precies dankzij dit tewerkgestelde personeel. Een belastingkrediet toekennen dat kan worden verrekend in hun vennootschapsbelasting, verlaagt de vennootschapsbelasting voor ondernemingen die personeel tewerkstellen. Op die manier wordt een marge gecreëerd voor exporterende bedrijven (terwijl het precies die bedrijven zijn die bijkomende werkgelegenheid creëren).

Een dergelijke oplossing moet wel eerst uitgetest worden op een beperkt aantal vennootschappen uit de exportsector om de weerslag op de vennootschapsbelasting na te gaan en of deze oplossing wel leidt tot toegenomen tewerkstelling. Het belastingkrediet dient om de mogelijkheden van de onderneming te versterken en mag zeker niet verdwijnen in de zakken van de aandeelhouders!

Er zijn daarnaast zeker nog andere mogelijke oplossingen.

Ten slotte pleit de heer Cooreman voor de opvoering van de strijd tegen de fiscale fraude. De fiscale fraude neemt nog elke dag toe. Ook daarvoor moeten structuren worden georganiseerd. Een bedrijf dat fraudeert, kan niet op de beurs worden genoteerd. Dynamische bedrijven die een beursgang overwegen, moeten qua transparantie en liquiditeit voor 100 pct. «clean» zijn. Op die manier kan meer geld in een officieel circuit komen. Zelfstandigen en managers moeten de kans krijgen om een aanvullend pensioen op te bouwen op een wettelijke basis. Ook hier moeten structuren worden gecreëerd.

De heer Corluy komt terug op de idee van een vrijstelling en/of een aanzienlijke verlaging van de successierechten op aandelen. De niet-actieve familiale aandeelhouders van een beursgenoteerd bedrijf vrezen nu om hun aandelenbezit te laten kennen ter gelegenheid van buitengewone algemene vergaderingen waar zij de actieve familiale aandeelhouders zouden moeten steunen. Als de verlaging van successierechten een feit zou zijn, dan is de controle van de meerderheidsaandeelhouders wel verzekerd en zijn er geen ingewikkelde regels nodig. Persoonlijk is de heer Corluy geen voorstander van het Nederlandse systeem, waarbij een beperkt aantal aandeelhouders met een minimum aantal aandelen de controle over een bedrijf kunnen bevriezen.

Een tweede opmerking betreft de kritische massa vereist om een beurs in leven te houden. De heer Corluy is ervan overtuigd dat de activiteiten van een kleinere beurs niet naar een grotere Europese beurs zouden verhuizen omdat elke beurs zijn normale geografische niche heeft. Belgische aandelen zullen normaliter «populairder» zijn bij de Belgische belegger. Iedereen belegt graag in bedrijven die hij *de visu* kent. De kritische massa moeten we wel bereiken op

entreprise qui emploie du personnel génère des impôts précisément grâce à ce personnel. Octroyer un crédit d'impôt pouvant être pris en compte dans l'impôt des sociétés permet de réduire cet impôt pour les entreprises qui occupent du personnel. L'on crée ainsi une marge en faveur des entreprises exportatrices (ce sont justement ces entreprises-là qui créent de nouveaux emplois).

Il y a lieu, cependant, de tester d'abord cette solution sur un nombre limité de sociétés exportatrices, afin d'en déterminer l'effet sur l'impôt des sociétés et de vérifier si elle permet vraiment de développer l'emploi. Le crédit d'impôt doit servir à renforcer les possibilités d'une entreprise et ne peut absolument pas disparaître dans les poches des actionnaires!

À côté de cela, il existe certainement d'autres solutions.

Enfin, M. Cooreman plaide pour le renforcement de la lutte contre la fraude fiscale. La fraude fiscale continue en effet à augmenter chaque jour. Il faut également créer des structures pour la combattre. Une entreprise qui fraude ne peut pas être cotée en Bourse. Les entreprises dynamiques qui envisagent une cotation en Bourse doivent satisfaire à 100 p.c. aux conditions de transparence et de liquidité. Grâce à cela, l'on pourra mettre plus d'argent dans le circuit officiel. Les indépendants et les managers doivent avoir la possibilité de se constituer une pension complémentaire sur une base légale. Il faut donc également créer des structures leur permettant de le faire.

M. Corluy revient sur l'idée d'une exonération et/ou d'une nette diminution des droits de succession sur les actions. À l'heure actuelle, les actionnaires familiaux non actifs d'une entreprise cotée en Bourse craignent de faire connaître l'importance de leur portefeuille d'actions lors des assemblées générales extraordinaires au sein desquelles ils devraient soutenir les actionnaires familiaux actifs. Une fois la diminution des droits de succession acquise, le contrôle par les actionnaires majoritaires est assuré et l'on n'a plus besoin de règles compliquées. M. Corluy déclare qu'il n'est pas partisan du système néerlandais qui permet à un nombre limité d'actionnaires détenant un minimum d'actions de bloquer le contrôle d'une entreprise.

Une considération a été émise à propos de la masse critique nécessaire pour pouvoir maintenir une Bourse en vie. M. Corluy est convaincu qu'une réduction de taille de la Bourse n'entraînerait pas nécessairement un déplacement des activités vers une Bourse européenne plus importante, étant donné que chaque Bourse couvre naturellement une région géographique. Les actions belges seront en général plus «populaires» auprès des investisseurs belges. Chacun

een dynamische en positieve manier. De beursautoriteiten van de twee Belgische beurzen zijn hier nu erg mee begaan, doch dit vergt een lange termijnplanning.

De heer Corluy sluit zich aan bij de stelling van de heer Cooreman dat beursgenoteerde bedrijven 100 pct. professioneel geleid moeten worden.

*
* *

Dit verslag wordt eenparig goedgekeurd.

De Rapporteur,
Luc COENE.

De Voorzitter,
Paul HATRY.

préfère investir dans des entreprises qu'il connaît *de visu*. Nous devons cependant atteindre cette masse critique d'une manière dynamique et positive. Les autorités boursières de deux Bourses belges s'occupent sérieusement de ce problème à l'heure actuelle, mais il faut une planification à long terme pour le résoudre.

M. Corluy souscrit à l'affirmation de M. Cooreman selon laquelle les entreprises cotées en Bourse doivent être dirigées à 100 p.c. par des professionnels.

*
* *

Le présent rapport a été approuvé à l'unanimité.

Le Rapporteur,
Luc COENE.

Le Président,
Paul HATRY.

BIJLAGE 1**RENTENFONDS****Uitstaand volume van lineaire obligaties,
gesplitste effecten en schatkistcertificaten***(nominale waarde in miljarden franken —
per einde jaar)***ANNEXE 1****FONDS DES RENTES****Encours des obligations linéaires,
des titres scindés et des certificats de trésorerie***(valeur nominale en milliards de francs —
fin d'année)*

	Lineaire obligaties — <i>Obligations linéaires</i>	Gesplitste effecten — <i>Titres scindés</i>	Schatkistcertificaten — <i>Certificats de trésorerie</i>
1991	1 290	—	1 804
1992	2 252	21	1 742
1993	3 374	61	1 501
1994	4 165	72	1 932
1995	4 823	81	1 542

Bronnen: Ministerie van Financiën, Nationale Bank van België en Rentenfonds.*Sources:* Ministère des Finances, Banque nationale de Belgique et Fonds des Rentes.**Transactievolume op de secundaire
buiten-beursmarkt***(nominale waarde in miljarden franken —
op jaarbasis)***Volume des transactions sur le marché
hors bourse secondaire***(valeur nominale en milliards de francs —
sur une base annuelle)*

	Lineaire obligaties (waarvan cessies- retrocessies) — <i>Obligations linéaires (dont cessions- rétrocessions)</i>	Gesplitste effecten — <i>Titres scindés</i>	Schatkistcertificaten (waarvan cessies- retrocessies) — <i>Certificats de trésorerie (dont cessions- rétrocessions)</i>
1991	3 990	123	6 999
1992	8 567	1 057	9 694
1993	21 473	3 802	14 331
1994	48 716	9 548	17 729
1995	63 021	19 755	19 039

Bronnen: Nationale Bank van België en Rentenfonds.*Sources:* Banque nationale de Belgique et Fonds des Rentes.

BIJLAGE 2

**Statistische informatie over het volume
van de transacties (Belfox)**

Deze bijlage is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

ANNEXE 2

**Information statistique sur le volume
des transactions (Belfox)**

Cette annexe est uniquement disponible sur support papier.

BIJLAGE 3

—————

Deze bijlage is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

ANNEXE 3

—————

Cette annexe est uniquement disponible sur support papier.

BIJLAGE 3bis

—————

Deze bijlage is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

ANNEXE 3bis

—————

Cette annexe est uniquement disponible sur support papier.

BIJLAGE 4**ANNEXE 4****STATISTIEKEN VAN DE BEURS VAN BRUSSEL****STATISTIQUES DE LA BOURSE DE BRUXELLES****De Beurs van Brussel van 1991 tot 1995****La Bourse de Bruxelles de 1991 à 1995**

- | | |
|--|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. Brussel in de internationale context 1.1. Kapitalisatie van binnenlandse fondsen in 1995 1.2. Verhandeld kapitaal in 1995 1.3. Aantal genoteerde vennootschappen eind 1995 1.4. Opgevraagd kapitaal in 1994 1.5. Verhouding B.N.P./beurskapitalisatie in 1994 1.6. Omloopsnelheid van aandelen van binnenlandse vennootschappen in 1995 2. Indexen van 1991 tot 1995 2.1. Bel 20 2.2. Contant Koers 2.3. Contant Return 2.4. Variatie per economische sector 3. Kapitalisatie 4. Verhouding beurskapitalisatie/B.N.P. in miljard frank 5. Koers/winst verhouding en dividendrendement 6. Omvang van de transacties per markt 7. Gemiddeld jaarvolume van transacties in Belgische en buitenlandse fondsen 8. Omloopsnelheid van Belgische aandelen 9. Meest verhandelde Belgische fondsen 10. Emissie van aandelen door de Belgische genoteerde vennootschappen 10.1. Globaal bedrag 10.2. Oorsprong van de emissies 11. Aantal genoteerde vennootschappen 12. Inschrijvingen en schrappingen 13. Openbare veilingen — Jaargemiddelen 14. Aantal leden van de E.B.V.B. | <ol style="list-style-type: none"> 1. Bruxelles dans le contexte international 1.1. Capitalisation des valeurs nationales en 1995 1.2. Capitaux traités en 1995 1.3. Nombre de sociétés cotées à fin 1995 1.4. Capitaux appelés en 1994 1.5. Rapport P.N.B./capitalisation boursière en 1994 1.6. Taux de rotation des actions pour les sociétés nationales en 1995 2. Indices de 1991 à 1995 2.1. Bel 20 2.2. Comptant Cours 2.3. Comptant Return 2.4. Variation par secteurs économiques 3. Capitalisation 4. Rapport capitalisation boursière/P.N.B. en milliards de francs 5. Rapport cours/bénéfice et rendement des dividendes 6. Volume des transactions par marché 7. Volume moyen par année de transactions en valeurs belges et étrangères 8. Taux de rotation des actions belges 9. Valeurs belges les plus activement traitées 10. Émission d'actions par les sociétés belges cotées 10.1. Montants globaux 10.2. Origine des émissions 11. Nombre de sociétés cotées 12. Admissions et radiations 13. Ventes publiques — Moyennes annuelles 14. Nombre de membres de la S.B.V.M |
|--|--|

1. Brussel in de internationale context *

1.1. Beurscapitalisatie van de binnenlandse fondsen (in miljoenen US \$)

1. Bruxelles dans le contexte international *

1.1. Capitalisation boursière des valeurs nationales (en millions de US \$)

	Beurs <i>Bourse</i>	Eind 1995 <i>Fin 1995</i>
Noord-Amerika. — <i>Amérique du Nord</i>	Chicago	NA
	NYSE	5 654 815,4
	Nasdaq	1 159 939,0
	Toronto	366 344,7
	Montreal	305 397,8
	Amex	137 272,1
	Vancouver	5 347,8
Zuid-Amerika. — <i>Amérique du Sud</i>	Sao paulo	NA
	Rio de Janeiro	143 437,0
	Mexico	90 694,0
	Santiago	72 927,7
	Buenos Aires	37 783,4
Europa, Afrika, Midden-Oosten. — <i>Europe, Afrique, Moyen-Orient</i>	London	1 329 936,9
	Germany	577 374,0
	Paris	499 943,5
	Switzerland	398 102,3
	Amsterdam	286 651,5
	Johannesburg	277 389,5
	Italy	205 217,9
	Madrid	190 247,7
	Stockholm	172 550,2
	Bilbao	167 258,9
	Barcelona	142 033,6
	Brussels	101 422,3
	Copenhagen	56 221,9
	Oslo	44 587,0
	Helsinki	44 137,5
	Tel-Aviv	36 508,7
	Vienna	30 617,4
	Luxembourg	30 426,4
	Istanbul	20 771,7
	Tehran	9 161,7
	Warsaw	4 564,1
Azië, Oceanië — <i>Asie, Pacifique</i>	Tokyo	3 545 306,5
	Osaka	2 954 057,5
	Hong Kong	303 705,3
	Australian	245 218,3
	Kuala Lumpur	213 755,8
	Taiwan	187 206,1
	Korea	181 954,8
	Singapore	148 004,3
	Thailand	140 277,7
	Jakarta	66 584,9
	New Zealand	31 373,3

* Bron voor 1 punt: Statistieken van de F.I.B.V. 1994 of 1995 indien reeds beschikbaar.

* Source en ce qui concerne le point 1: Statistiques de la F.I.B.V. 1994 ou 1995 si déjà disponibles.

1.2. Verhandeld kapitaal van de binnenlandse vennootschappen (in miljoenen US \$)	1.2. Capitaux traités des sociétés nationales (en millions de US \$)	Beurs — Bourse	Eind 1995 — Fin 1995
Noord-Amerika. — <i>Amérique du Nord</i>	NYSE	3 082 916,1	
	Nasdaq	2 398 213,0	
	Toronto	151 559,0	
	Chicago	105 686,3	
	Amex	72 716,8	
	Montreal	28 335,9	
	Vancouver	4 694,0	
	TOTAAL	5 710 098,9	
	<i>TOTAL</i>		
Zuid-Amerika — <i>Amérique du Sud</i>	Sao Paulo	69 031,2	
	Mexico	35 038,4	
	Buenos Aires	32 022,9	
	Santiago	11 086,0	
	Rio de Janeiro	9 486,0	
	TOTAAL	156 664,5	
	<i>TOTAL</i>		
Europa, Afrika, Midden-Oosten — <i>Europe, Afrique, Moyen-Orient</i>	London	1 138 404,9	
	Paris (2)**	717 691,6	
	Germany	606 512,8	
	Switzerland	319 913,6	
	Paris (1)**	213 425,2	
	Amsterdam	125 411,7	
	Italy	94 479,0	
	Stockholm	92 617,4	
	Madrid	51 898,9	
	Istanbul	50 888,7	
	Copenhagen	28 646,5	
	Oslo	24 942,3	
	Helsinki	19 212,4	
	Brussels	18 586,9	
	Johannesburg	17 425,4	
	Vienna	13 266,5	
	Tel-Aviv	9 159,3	
	Barcelona	5 577,7	
	Bilbao	4 152,9	
	Warsaw	2 760,9	
Tehran	741,5		
Luxembourg	489,7		
TOTAAL	2 838 514,2		
	<i>TOTAL</i>		
Azië, Oceanië — <i>Asie, Pacifique</i>	Tokyo	888 401,7	
	Taiwan	389 170,8	
	Osaka	261 949,7	
	Korea	185 427,2	
	Australian	98 310,3	
	Hong Kong	95 834,8	
	Kuala Lumpur	69 080,7	
	Thailand	61 743,6	
	Singapore	59 319,3	
	Jakarta	14 408,4	
	New Zealand	8 720,7	
TOTAAL	2 132 367,2		
	<i>TOTAL</i>		
FIBV TOTAAL — <i>FIBV TOTAL</i>		10 837 644,8	

* Om een dubbelstelling te voorkomen wordt geen rekening gehouden met Chicago en Montreal.

** Om een dubbelstelling te voorkomen wordt geen rekening gehouden met Parijs (2).

* Afin d'éviter un double comptage, on ne tient pas compte de Chicago et Montréal.

** Afin d'éviter un double comptage, on ne tient pas compte de Paris (2).

1.3. Aantal genoteerde vennootschappen

1.3. Nombre de sociétés cotées

	Beurs — Bourse	Eind 1995 — Fin 1995
Noord-Amerika. — <i>Amérique du Nord</i>	Nasdaq	5 122
	NYSE	2 244
	Vancouver	1 515
	Toronto	1 258
	Amex	791
	Montréal	558
	Chicago	287
Zuid-Amerika. — <i>Amérique du Sud</i>	Rio de Janeiro	570
	Sao Paulo	543
	Santiago	282
	Mexico	186
	Buenos Aires	149
Europa, Afrika, Midden-Oosten. — <i>Europe, Afrique, Moyen-Orient</i>	London	2 265
	Germany	1 622
	Paris	904
	Tel-Aviv	654
	Johannesburg	640
	Switzerland	449
	Amsterdam	433
	Madrid	365
	Barcelona	324
	Luxembourg	283
	Brussels	281
	Bilbao	275
	Copenhagen	223
	Stockholm	223
	Italy	221
	Istanbul	205
	Tehran	181
Oslo	165	
Vienna	133	
Helsinki	73	
Warsaw	65	
Azië, Oceanië. — <i>Asie, Pacifique</i>	Tokyo	1 791
	Osaka	1 222
	Australian	1 179
	Korea	721
	Hong Kong	542
	Kuala Lumpur	526
	Thailand	416
	Taiwan	347
	Singapore	248
	Jakarta	238
	New Zealand	169

1.4. Door de binnenlandse vennootschappen opgevraagd
kapitaal in 1994 (in miljoenen U.S. \$)1.4. Nouveaux capitaux appelés par les sociétés nationales en
1994 (en millions de U.S. \$)

	Beurs — <i>Bourse</i>	Totaal — <i>Total</i>	Introductie — <i>Introduction</i>	Kapitaal- verhogingen — <i>Offres secondaires</i>
Noord-Amerika. — <i>Amérique du Nord</i>	Amex	NA	NA	NA
	Chicago	NA	NA	NA
	NYSE	77 051,7	34 015,0	43 036,7
	Nasdaq	21 090,0	12 240,0	8 850,0
	Toronto	6 327,1	2 566,5	3 760,6
	Montreal	1 651,4	1 651,4	NA
	Vancouver	59,9	26,5	33,4
	Totaal. — <i>Total</i> .	106 180,1		
Zuid-Amerika. — <i>Amérique du Sud</i>	Brazil	NA	NA	NA
	Santiago	NA	NA	NA
	Mexico	1 429,5	1 340,3	89,2
	Buenos Aires	707,0	NA	707,0
	Totaal. — <i>Total</i> .	2 136,5		
Europa, Afrika, Midden-Oosten. — <i>Europe, Afrique, Moyen-Orient</i>	Luxembourg	NA	NA	NA
	Amsterdam	32 820,9	16 207,6	16 613,3
	London	31 235,0	16 597,1	14 637,9
	Paris	17 891,8	10 629,4	7 262,4
	Germany	17 762,3	NA	17 762,3
	Italy	11 641,8	2 878,7	8 763,1
	Copenhagen	4 536,7	164,0	4 372,7
	Stockholm	4 198,7	2 979,3	1 219,4
	Switzerland	3 032,1	2 299,3	732,8
	Vienna	2 721,4	2 721,4	NA
	Helsinki	2 131,3	15,5	2 115,8
	Oslo	1 191,7	162,0	1 029,7
	Brussels	1 163,4	0,0	1 163,4
	Tel-Aviv	1 075,2	522,9	552,3
	Johannesburg	937,5	94,9	842,6
	Spain	266,1	266,1	0,0
	Istanbul	262,1	198,5	63,6
	Warsaw	154,2	89,0	65,2
	Tehran	94,4	94,4	0,0
	Totaal. — <i>Total</i> .	133 116,6		
Azië, Oceanië. — <i>Asie, Pacifique</i>	Singapore	NA	NA	NA
	Australian	11 917,4	3 653,4	8 264,0
	Taiwan	7 415,8	1 960,2	5 455,6
	Japan	2 371,6	NA	2 371,6
	Hong Kong	2 228,9	2 228,9	0,0
	Jakarta	1 957,6	1 957,6	0,0
	Kuala Lumpur	791,1	791,1	0,0
	Korea	735,0	735,0	0,0
	New Zealand	508,3	393,8	114,5
	Thailand	135,9	NA	135,9
	Totaal. — <i>Total</i> .	28 061,6		
Totaal F.I.B.V. — <i>Total F.I.B.V.</i>		269 494,8		

1.5. Verhouding B.N.P./beurskapitalisatie in 1994 (in miljard
US \$)1.5. Rapport P.N.B./capitalisation boursière en 1994 (en
milliards de US \$)

	Beurs — <i>Bourse</i>	B.N.P.* — <i>P.N.B.*</i>	Beurskapitalisatie in 1994 — <i>Capitalisation boursière en 1994</i>	In % — <i>En %</i>
Noord-Amerika. — <i>Amérique du Nord</i>	United States	6 387,7	4 213,0	66,0
	Canada	574,9	326,5	56,8
Zuid-Amerika. — <i>Amérique du Sud</i>	Chile	42,5	44,9	105,6
	Mexico	325,0	200,9	61,8
	Brazil	472,0	96,8	20,5
	Argentina	244,0	44,1	18,1
Europa, Afrika, Midden-Oosten. — <i>Europe, Afrique, Moyen-Orient</i>	Iran	NA	1,1	—
	South Africa	106,0	215,9	203,7
	Luxembourg	14,2	19,3	135,9
	United Kingdom	1 042,7	1 150,6	110,3
	Switzerland	254,1	270,9	106,6
	Israel	72,7	47,5	65,3
	Netherlands	316,4	182,6	57,7
	Sweden	216,3	107,0	49,5
	Belgium	213,4	78,2	36,6
	France	1 289,2	455,5	35,3
	Denmark	137,6	41,7	30,3
	Turkey	126,3	36,6	29,0
	Finland	96,2	23,6	24,5
	Norway	113,5	27,5	24,2
	Germany	1 903,0	460,8	24,2
	Spain	534,0	118,9	22,3
	Austria	183,5	28,3	15,4
	Italy	1 135,0	145,3	12,8
	Poland	87,3	2,7	3,1
Azië, Oceanië. — <i>Asie, Pacifique</i>	Taiwan	NA	193,3	—
	Hong Kong	104,7	385,0	367,7
	Malaysia	60,1	219,8	365,7
	Singapore	55,4	135,1	243,9
	Thailand	120,2	127,5	106,1
	Japan	3 526,7	3 006,3	85,2
	Australia	300,9	202,0	67,1
	New Zealand	44,6	24,6	55,2
	Korea	338,1	139,6	41,3
	Indonesia	137,0	32,8	23,9

* Bron: Wereldbank.

* Source: Banque Mondiale.

1.6. Omloopsnelheid van de aandelen van binnenlandse vennootschappen in 1995

1.6. Taux de rotation des actions pour les sociétés nationales en 1995

	Beurs — Bourse	Eind 1995 (in pct.) — Fin 1995 (en p.c.)
Noord-Amerika. — <i>Amérique du Nord</i>	Nasdaq	236,2
	Vancouver	96,9
	NYSE	61,4
	Amex	56,1
	Toronto	44,8
	Montréal	10,0
	Chicago	7,0
Zuid-Amerika. — <i>Amérique du Sud</i>	Buenos Aires	94,9
	Sao Paulo	42,2
	Mexico	37,9
	Santiago	15,0
	Rio de Janeiro	5,6
Europa, Afrika, Midden-Oosten. — <i>Europe, Afrique, Moyen-Orient</i>	Istanbul	182,7
	Paris (2)*	146,3
	Germany	111,1
	Switzerland	91,3
	London	90,1
	Warsaw	71,4
	Stockholm	61,1
	Oslo	60,1
	Copenhagen	53,2
	Italy	51,8
	Amsterdam	47,7
	Vienna	43,9
	Paris (1)*	43,6
	Helsinki	41,8
	Madrid	30,1
	Tel-Aviv	26,9
	Brussels	19,7
	Tehran	13,6
	Johannesburg	7,1
	Barcelona	4,4
	Bilbao	2,8
	Luxembourg	1,7
Azië, Oceanië. — <i>Asie, Pacifique</i>	Taiwan	202,2
	Korea	101,0
	Thailand	45,2
	Singapore	43,6
	Australian	43,2
	Hong Kong	34,4
	Kuala Lumpur	33,6
	New Zealand	28,2
	Jakarta	27,4
	Tokyo	26,1
	Osaka	9,2

* Paris (1): Trading System View - Paris (2): Regulated Environment View.

* Paris (1): Trading System View - Paris (2): Regulated Environment View.

2. Indexen van 1991 tot 1995

2.1. Bel 20 index (basis: 30.12.1990 = 1000, koersindex omvat 20 Belgische steraandelen, slotkoersen)

2. Indices de 1991 à 1995

2.1. Indice Bel 20 (base: 30.12.1990 = 1000, indice cours représentant 20 actions vedettes belges, cours de clôture)

Deze grafiek is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

Ce graphique est uniquement disponible sur support papier.

2.2. Koersindex (basis: 01.01.1980 = 1000, omvat alle Belgische fondsen)

2.3. Returnindex (basis: 01.01.1980 = 1000, omvat alle Belgische fondsen)

2.2. Indice Cours (base: 01.01.1980 = 1000, reprenant toutes les actions belges)

2.2. Indice Return (base: 01.01.1980 = 1000, reprenant toutes les actions belges)

Deze grafiek is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

Ce graphique est uniquement disponible sur support papier.

2.4. Variatie per economische sector

2.4. Variation par secteurs économiques

Sectoren — Secteurs	Eind 1990 — Fin 1990	Eind 1995 — Fin 1995	Variatie in pct. — Variation en p.c.
Banken en financiële instellingen. — <i>Banques et services financiers</i>	3 859,11	9 807,00	154,13
Metaal-Elec.-Electro. — <i>Métal-Élec.-Électro</i>	4 376,54	10 682,29	144,08
Elektriciteit en gas. — <i>Électricité et gaz</i>	4 427,31	9 607,50	117,01
Bouw. — <i>Construction</i>	8 440,31	17 268,83	104,60
Verzekering. — <i>Assurances</i>	9 512,76	19 264,64	102,51
Chemie. — <i>Chimie</i>	8 441,27	15 551,10	84,23
Holding. — <i>Portefeuille</i>	5 222,86	8 250,56	57,97
Warenhuizen. — <i>Grande distribution</i>	12 569,33	17 426,91	38,65
Staal. — <i>Sidérurgie</i>	1 329,87	1 667,22	25,37
Allerlei diensten. — <i>Divers services</i>	7 592,02	8 979,72	18,28
Voeding. — <i>Alimentation</i>	4 500,81	5 167,69	14,82
Allerlei industrieën. — <i>Diverses industries</i>	5 492,02	6 111,98	11,29
Petroleum. — <i>Pétrole</i>	3 898,28	4 234,51	8,63
Vastgoed. — <i>Immobilier</i>	5 564,63	5 925,82	6,49
Tijdelijke. — <i>Temporaires</i>	3 343,39	3 388,29	1,34
Non-Ferro. — <i>Non-ferreux</i>	5 514,12	4 257,90	-22,78
Tropische. — <i>Tropicales</i>	5 407,07	3 805,02	-29,63
Retumindex. — <i>Indice Return</i>	4 963,81	8 401,68	69,26
Koersindex. — <i>Indice Price</i>	2 974,09	4 230,77	42,25

Variatie per economische sector. — *Variation par secteur économique*

Grafische voorstelling. — *Représentation graphique*

Deze grafiek is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

| Ce graphique est uniquement disponible sur support papier.

3. Evolutie van de kapitalisatie van Belgische fondsen

3. Évolution de la capitalisation des valeurs belges

Van 1991 tot 1995

De 1991 à 1995

Datum — Date	Bedrag in Belgische frank — Montant en francs belges	In pct.* — En p.c.*
31 december 1991. — 31 décembre 1991	2 230 149 637 125	
31 december 1992. — 31 décembre 1992	2 129 238 182 787	-4,25
31 december 1993. — 31 décembre 1993	2 818 983 833 282	32,39
31 december 1994. — 31 décembre 1994	2 677 676 306 194	-5,01
31 december 1995. — 31 décembre 1995	2 984 818 684 291	11,47

* Variatie ten opzichte van het voorgaande jaar.

* Variation par rapport à l'année précédente.

Deze grafiek is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

Ce graphique est uniquement disponible sur support papier.

4. Verhouding beurskapitalisatie/Bruto Nationaal Produkt in miljoen Belgische frank over 5 jaar

4. Rapport capitalisation boursière/Produit National Brut en milliards de francs sur 5 ans

Jaar — Année	B.N.P. — P.N.B.	Beurskapitalisatie — Capitalisation	Verhouding — Rapport
1991	6 717	2 230	33,20
1992	7 061	2 129	30,15
1993	7 318	2 819	38,52
1994	7 661	2 678	34,96
1995	beschikbaar in maart	2 985	

5. Koers/winst-verhouding en dividendrendement

5. Rapport cours/bénéfice et rendement des dividendes

Jaar — Année	Koers/winst- verhouding — Rapport- cours/bénéfice	Dividend- rendement — Rendement dividendes
1991	11,3	3,5
1992	13,9	5,4
1993	17,1	4,0
1994	18,5	4,2
1995	14,3	4,4

Bron: M.S.C.I.

Source: M.S.C.I.

6. Omvang van een order per markt

6. Volumes des transactions par marché

Jaar — Année	Contantmarkt* — Comptant*		Termijnmarkt — Terme		Contant en termijn — Comptant et terme		Globaal dagelijks gemiddelde in Belgische frank — Moyennes globales journalières en francs belges
	Effecten — Titres	Bedrag in Belgische frank — Montant en francs belges	Effecten — Titres	Bedrag in Belgische frank — Montant en francs belges	Effecten — Titres	Bedrag in Belgische frank — Montant en francs belges	
1991	55 414 562	64 651 463 093	205 435 775	225 347 014 870	260 850 337	289 998 477 963	1 174 082 907
1992	44 336 241	52 788 397 936	208 784 720	262 772 549 725	253 120 961	315 560 947 661	1 272 423 176
1993	89 518 185	68 839 385 173	476 444 125	425 599 037 050	565 962 310	494 438 422 223	1 977 753 689
1994	87 421 655	61 789 286 236	576 796 740	491 969 531 130	664 218 395	553 758 817 366	2 232 898 457
1995	41 884 467	40 584 653 611	443 387 665	506 119 400 185	485 272 132	546 704 053 796	2 186 816 215

*Contant = alle verrichtingen vereffend op de Contantmarkt, obligaties van de privé-sector, warrants en Tweede Markt inbegrepen.

*Comptant = toutes les opérations liquidées au Comptant, obligations du secteur privé, warrants et Second Marché y compris.

7. Gemiddeld jaarvolume van de verhandelingen in Belgische en buitenlandse fondsen

7. Volume moyen par année des transactions en valeurs belges et étrangères

	Totaal <i>Total</i>	Belgische <i>Belges</i>	Buitenlandse <i>Étrangères</i>	Contantmarkt <i>Comptant</i>	Termijnmarkt <i>Terme</i>
1991	1 174 082 907	882 911 682	291 171 225	261 746 814	912 336 093
1992	1 272 423 176	1 047 732 135	224 691 041	212 856 443	1 059 566 733
1993	1 977 753 689	1 549 750 487	428 003 202	275 357 541	1 702 396 148
1994	2 232 898 457	1 729 422 565	503 475 892	249 150 348	1 983 748 109
1995	2 186 816 215	1 811 482 274	375 333 941	162 338 614	2 024 477 601

Deze grafiek is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

Ce graphique est uniquement disponible sur support papier.

8. Omloopsnelheid van de Belgische aandelen (in pct. van de beurskapitalisatie)

8. Taux de rotation des actions belges (en p.c. de la capitalisation boursière)

Jaar — Années	Omzet in Belgische frank — Capitaux belges traités en francs belges	Beurskapitalisatie in Belgische frank — Capitalisation boursière en francs belges	Omloop in pct. * — Rotation en p.c. *
1991	218 079 185 423	2 230 149 637 125	9,78
1992	259 837 569 421	2 129 238 182 787	12,20
1993	387 437 621 699	2 818 983 833 282	13,74
1994	428 896 796 203	2 677 676 306 194	16,02
1995	452 870 568 512	2 984 818 684 291	15,17

* Omloopsnelheid = deling van het verhandeld kapitaal door de beurskapitalisatie

* Rotation = division des capitaux traités par la capitalisation boursière

9. Meest verhandelde Belgische fondsen

9. Valeurs belges les plus activement traitées

Vennootschappen — Sociétés	Omzet in Belgische frank — Montant des capitaux traités en francs belges	in pct. — en p.c.	Cumul. pct. — En p.c. cumulatif
1 Electrabel	190 374 697 515	10,90	10,90
2 Petrofina	144 867 751 360	8,29	19,19
3 Delhaize	116 838 484 303	6,69	25,88
4 Generale Bank. — <i>Générale Banque</i>	105 577 975 830	6,04	31,92
5 Solvay	100 530 998 250	5,75	37,68
6 Kredietbank	73 410 441 285	4,20	41,88
7 C.B.R.	71 454 365 995	4,09	45,97
8 Union Minière	66 643 175 410	3,81	49,78
9 G.I.B.	65 352 654 407	3,74	53,52
10 Fortis AG	58 549 274 525	3,35	56,87
Totaal. — <i>Total</i>	993 599 818 880	56,87	
Totaal Belgische fondsen voor 5 jaar. — <i>Total valeurs belges sur 5 ans</i>	1 747 121 741 258		

10. Emissies van aandelen door Belgische genoteerde vennootschappen

10.1. Evolutie van de aandelenemissies door Belgische genoteerde vennootschappen

Jaar	Bedrag in Belgische frank
1991	31 565 355 027
1992	16 670 595 859
1993	19 542 988 096
1994	37 031 480 188
1995	11 186 189 449

Deze grafiek is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

10. Émissions d'actions par les sociétés belges cotées

10.1. Évolution des émissions d'actions réalisées par les sociétés belges cotées

Année	Montant en francs belges
1991	31 565 355 027
1992	16 670 595 859
1993	19 542 988 096
1994	37 031 480 188
1995	11 186 189 449

Ce graphique est uniquement disponible sur support papier.

10.2. Oorsprong van de emissies van aandelen door Belgische genoteerde vennootschappen in Belgische frank

10.2. Origine des émissions d'actions par les sociétés belges cotées en francs belges

	1995	1994	1993	1992	1991	Totaal — Total
Effecten aangeboden ter openbare inschrijving — <i>Titres offerts en souscription publique</i>	143 487 000	22 410 338 179	10 568 286 900	4 590 892 140	8 864 409 915	46 577 414 134
Effecten aangeboden aan het personeel van de vennootschap — <i>Titres offerts aux membres du personnel des sociétés</i>	1 101 510 711	2 400 561 877	693 822 022	1 557 388 658	428 130 212	6 181 413 480
Effecten onderschreven via dividenden in effecten — <i>Titres souscrits provenant de dividendes titres</i>	2 999 191 438	7 892 839 396	5 665 713 769	2 615 473 100	5 482 486 940	24 655 704 643
Effecten onderschreven door de vennootschappen — <i>Titres souscrits par des sociétés</i>	—	4 327 740 736	759 537 280	7 554 000 000	16 313 327 960	28 954 605 976
Effecten aangeboden op de internationale markt — <i>Titres offerts sur le marché international</i>	4 510 000 300	—	—	—	—	4 510 000 300
Effecten onderschreven voor introductie op de Beurs — <i>Titres souscrits avant l'introduction en Bourse</i>	2 400 000 000	—	1 855 628 125	352 841 961	477 000 000	5 085 470 086
Tweede markt — <i>Second Marché</i>	32 000 000	—	—	—	—	32 000 000
Totaal — <i>Total</i>	11 186 189 449	37 031 480 188	19 542 988 096	16 670 595 859	31 565 355 027	115 996 608 619

11. Aantal genoteerde vennootschappen op het jaareinde

11. Nombre de sociétés cotées en fin d'année

Contantmarkt — <i>Marché au comptant</i>	Jaar. — <i>Année</i>				
	1991	1992	1993	1994	1995
Belgische vennootschappen. — <i>Sociétés belges</i> :					
Parket. — <i>Parquet</i>	106	100	95	87	74
Corbeille	70	64	64	68	69
Totaal. — <i>Total</i>	176	164	159	155	143
Buitenlandse vennootschappen. — <i>Sociétés étrangères</i> :					
Parket. — <i>Parquet</i>	3	4	4	4	4
Corbeille	145	138	134	125	121
Bevek-Corbeille. — <i>Sicav-Corbeille</i>	12	12	12	12	13
Totaal. — <i>Total</i>	160	154	150	141	138
Totaal Belgische en buitenlandse vennootschappen. — <i>Total sociétés belges et étrangères</i>	336	318	309	296	281

12. Inschrijvingen en schrappingen

12. Admissions & Radiations

1991	Inschrijvingen — Admissions		Schrappingen — Radiations		Totaal — Total
	Datum — Date	Vennootschap — Société	Datum — Date	Vennootschap — Société	
Belgische fondsen. — <i>Valeurs belges</i>	04.04	AG 1990	02.01	Urbain U.A.P.	
	10.10	City Hotels	02.01	Tiense Suikerraffinaderij. — <i>Raffinerie Tirlemontoise</i>	
			02.01	Bank Nagelmackers. — <i>Banque Nagelmackers</i>	176
			02.01	Mosane (in vereff./ <i>en liq.</i>)	
			25.03	Sodesambre	
			01.07	Sobaki (in vereff./ <i>en liq.</i>)	
			02.09	Fidelitas	
			02.09	Obourg N.V. — <i>Obourg S.A.</i>	
Buitenlandse fondsen. — <i>Valeurs étrangères</i>	07.01	Montedison (ex Ferruzi Agri- cola Finanziara)	02.01	Bélédia	
	29.04	International Property Fund (B.E.V.E.K.). — <i>Internatio- nal Property Fund (S.I.C.A.V.)</i>	07.01	Montedison	
			12.04	NMB Postbank	160
			18.11	La Henin	
	03.06	Internationale Nederlanden Groep			
	09.10	Z Länderbank Bank Austria			
	22.11	Schlumberger			
Tweede Markt. — <i>Second Marché</i>					
Aandelen. — <i>Actions</i>	18.01	I.T.B.	26.02	Asystel	
	14.10	Sen Mon Fund (B.E.V.E.K.). — <i>Sen Mon Fund (S.I.C.A.V.)</i>	01.10	Unifonds	14
			01.10	Unizins	
Vastgoedcertificaten. — <i>Certificats immobiliers</i>	02.05	Horizon			22

1992	Inschrijvingen Admissions		Schrappingen Radiations		Totaal Total
	Datum Date	Vennootschap Société	Datum Date	Vennootschap Société	
Belgische fondsen. — <i>Valeurs Belges</i>			02.01 Barco Electronics (in vereff./ <i>en liq.</i>)		
			02.01 Electrafina (in vereff./ <i>en liq.</i>)		
			02.01 Metallurgie Hoboken (in vereff./ <i>en liq.</i>)		
			02.01 Entrema (in vereff./ <i>en liq.</i>)		
			02.01 Tôleries Delloye-Mathieu		
			09.03 Ateliers de Braine le Comte et Thiriau Réunis	164	
			29.04 Fagaz (in vereff./ <i>en liq.</i>)		
			30.04 Griffin		
			01.06 Axus		
			01.07 Intercom (in vereff./ <i>en liq.</i>)		
			16.09 Aiseau-Pressle		
			01.10 Argenteau		
Buitenlandse fondsen. — <i>Valeurs étrangères</i>			02.01 BIS		
			02.01 Oest. Laenderbank		
			01.07 Bass Plc	154	
			07.07 Sennah Rubber		
			19.08 Int. Corona corp.		
			24.09 Maxwell		
Tweede Markt. — <i>Second Marché</i>					
Aandelen. — <i>Actions</i>			27.01 De Moertelaere European Growth Fund		
			27.01 De Maertelaere High Risk Recovery Fund	11	
			27.01 De Maertelaere International bond Fund		
Vastgoedcertificaten. — <i>Certificats immobiliers</i>	09.01 Wilrijk				24
	02.10 Machelen				

1993	Inschrijvingen Admissions		Schrappingen Radiations		Totaal Total
	Datum Date	Vennootschap Société	Datum Date	Vennootschap Société	
Belgische fondsen. — <i>Valeurs belges</i>	06.01 Imperial invest		04.01 Axminster		
	12.07 Quick Restaurants		04.01 Delen (in vereff./ <i>en liq.</i>)		
	02.11 Spector Photo Group		04.01 Polypal Europe		
			06.01 Immoaf (in vereff./ <i>en liq.</i>)		
			15.02 S.F.I. - Société Foncière Inter- nationale	159	
			17.05 Bombardier Eurorail		
			13.09 Bois du Cazier - Charbonna- ges (in vereff./ <i>en liq.</i>)		
			02.11 Prominvest		
Buitenlandse fondsen. — <i>Valeurs étrangères</i>			04.01 B.C.E.		
			01.09 Blis Erven Lucas	150	
			13.10 Bet Public		
			25.10 Rothmans International		
Tweede markt. — <i>Second marché.</i>					
Aandelen. — <i>Actions</i>					11
Vastgoedcertificaten. — <i>Certificats immobiliers</i>	13.07 Beaulieu/laan/Avenue de Beaulieu				25

1994	Inschrijvingen <i>Admissions</i>		Schrappingen <i>Radiations</i>		Totaal <i>Total</i>
	Datum <i>Date</i>	Vennootschap <i>Société</i>	Datum <i>Date</i>	Vennootschap <i>Société</i>	
Belgische fondsen. — <i>Valeurs belges</i>	16.12	Cofinimmo	14.03	Cofimines	
			14.03	Cofibel	
			03.10	Congorient (tijd./temp.)	155
			24.10	Groupe Defi	
			16.12	E.I.I. - Études et Investissements Immobiliers	
Buitenlandse fondsen. — <i>Valeurs étrangères</i>			03.01	Socfinal	
			03.01	Socfinasia	
			03.01	G.K.N.	
			03.01	Bat Industries	
			24.02	Amax (tijd./temp.)	141
			03.10	Monsanto	
			07.11	Lac Minerals (tijd./temp.)	
			01.12	Ofsil	
			01.12	Welkom Gold Holding	
Tweede markt. — <i>Second marché.</i>					
Aandelen. — <i>Actions</i>	13.12	Entreprises et Chemins de Fer en Chine			
	28.09	Japan Index Fund 300 (B.E.V.E.K./S.I.C.A.V.)			14
	21.02	Luxicav-Oblilux (B.E.V.E.K./S.I.C.A.V.)			
Vastgoedcertificaten. — <i>Certificats immobiliers</i>	20.01	Marcel Thiry/laan/Avenue Marcel Thiry			
	09.05	Gemeenteplein Oudergem/Place communale Auderghem			28
	17.08	Regentschapsstraat/Rue de la Régence			

1995	Inschrijvingen <i>Admissions</i>		Schrappingen <i>Radiations</i>		Totaal <i>Total</i>
	Datum <i>Date</i>	Vennootschap <i>Société</i>	Datum <i>Date</i>	Vennootschap <i>Société</i>	
Belgische fondsen. — <i>Valeurs belges</i>	20.12	Befimmo (Sicafi)	02.01	A.G. 1990 (tijd./ <i>temp.</i>)	
			06.04	Roumanie-Sucreries	
			29.06	Comuélé	
			03.07	Espérance & Bonne-Fortune (in vereff./ <i>en liq.</i>)	
			03.07	Mosane (ex S.F.P.) (tijd./ <i>temp.</i>)	
			01.08	Brugéfi	
			01.08	Intertropical-Comfina	
			02.11	Wagons-Lits	143
			02.11	Grande Bacnure (Charbonnages)	
			02.11	Hasard (Charbonnages)	
			02.11	Mambourg Sacré-Madame et Portiers Réunis (Charbonnages)	
			02.11	Minexco	
			02.11	P.B. Finance (in vereff./ <i>en liq.</i>)	
Buitenlandse fondsen. — <i>Valeurs étrangères</i> .	17.03	Cregem-Immo (B.E.V.E.K./ <i>S.I.C.A.V.</i>)	02.01	Van Ommeren	
	20.07	Alumax	02.05	Euroactividade	
	20.10	Suez-Cie de	03.07	I.H.C. Caland	
	22.12	Ahold-Koninklijke	01.09	Klockner-Humb.-Deutz	138
			02.10	Pirelli	
			31.10	Daiei	
			27.12	Penney J.C.	
Tweede Markt. — <i>Second Marché</i> .					
Aandelen. — <i>Actions</i>					14
Vastgoedcertificaten. — <i>Certificats immobiliers</i>	20.10	Basilix	02.05	Wickes, Tournai, Machelen	
	14.12	Antares			30
	18.12	St-Goedeplein. — <i>Sainte-Gudule (Place)</i>			

13. Evolutie van de jaargemiddelden van obligaties en aandelen op de Openbare Veilingen

Gemiddelde 1991 : 818 595 343 frank

Gemiddelde 1992 : 683 605 343 frank

Gemiddelde 1993 : 535 752 808 frank

Gemiddelde 1994 : 392 416 431 frank

Gemiddelde 1995 : 368 443 859 frank

Deze grafiek is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

13. Évolution des moyennes annuelles des obligations et actions aux Ventes publiques

Moyenne 1991 : 818 595 343 francs

Moyenne 1992 : 683 605 343 francs

Moyenne 1993 : 535 752 808 francs

Moyenne 1994 : 392 416 431 francs

Moyenne 1995 : 368 443 859 francs

Ce graphique est uniquement disponible sur support papier.

14. Aantal leden van de E.B.V.B. op het jaareinde

Jaar	Aantal beursvennootschappen
1991	104
1992	88
1993	85
1994	83
1995	68

Deze grafiek is uitsluitend gedrukt beschikbaar.

14. Nombre de membres de la S.B.V.M. en fin d'année

Année	Nombre de sociétés de bourse
1991	104
1992	88
1993	85
1994	83
1995	68

Ce graphique est uniquement disponible sur support papier.