

**BELGISCHE KAMER VAN  
VOLKSVERTEGENWOORDIGERS**

26 januari 2015

**HOORZITTING**

**met de heer Vincent Van Dessel, voorzitter  
van de raad van bestuur en ceo van Euronext  
Brussels, over de modernisering van het  
vennootschapsrecht**

**VERSLAG**

NAMENS DE COMMISSIE  
VOOR HANDELS- EN ECONOMISCH RECHT  
UITGEBRACHT DOOR  
MEVROUW Muriel GERKENS

**INHOUD**

Blz.

I. Inleidende uiteenzetting van de heer Vincent Van Dessel, voorzitter van de raad van bestuur en ceo van Euronext Brussels.....	3
II. Gedachtewisseling .....	12
BIJLAGE: uittreksel van de presentatie van de heer Van Dessel (grafieken, diagrammen en tabellen) .....	17

**CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS  
DE BELGIQUE**

26 janvier 2015

**AUDITION**

**de M. Vincent Van Dessel, président du  
conseil d'administration et ceo d'Euronext  
Bruxelles, sur la modernisation du droit des  
sociétés**

**RAPPORT**

FAIT AU NOM DE LA COMMISSION  
DE DROIT COMMERCIAL ET ÉCONOMIQUE  
PAR  
MME Muriel GERKENS

**SOMMAIRE**

Pages

I. Exposé introductif de M. Vincent Van Dessel, président du conseil d'administration et CEO d'Euronext Bruxelles .....	3
II. Échange de vues .....	12
ANNEXE: extrait de la présentation de M. Van Dessel (graphiques, diagrammes et tableaux).....	17

**Samenstelling van de commissie op de datum van indiening van het verslag/  
Composition de la commission à la date de dépôt du rapport**  
Voorzitter/Président: David Clarinval

**A. — Vaste leden / Titulaires:**

N-VA	Daphné Dumery, Werner Janssen, Goedele Uyttersprot, Brecht Vermeulen
PS	Jean-Marc Delizée, Ahmed Laaouej, Laurette Onkelinx
MR	David Clarinval, Benoît Friart, Vincent Scourneau
CD&V	Leen Dierick, Servais Verherstraeten
Open Vld	Patricia Ceysens, Dirk Janssens
sp.a	Ann Vanheste
Ecolo-Groen	Muriel Gerkens
cdH	Francis Delpérée

**B. — Plaatsvervangers / Suppléants:**

Rita Bellens, Bart De Wever, Sophie De Wit, Zuhal Demir, Robert Van de Velde
Paul-Olivier Delannois, Karine Lalieux, Fabienne Winckel, Özlem Özen Emmanuel Burton, Philippe Goffin, Luc Gustin, Benoît Piedboeuf
Griet Smaers, Raf Terwingen, Jef Van den Bergh
Katja Gabriëls, Luk Van Biesen, Carina Van Cauter
Hans Bonte, Meryame Kitir
Meyrem Almacı, Marcel Cheron
Benoît Dispa, Vanessa Matz

N-VA	:	Nieuw-Vlaamse Alliantie
PS	:	Parti Socialiste
MR	:	Mouvement Réformateur
CD&V	:	Christen-Democratisch en Vlaams
Open Vld	:	Open Vlaamse liberalen en democraten
sp.a	:	socialistische partij anders
Ecolo-Groen	:	Ecologistes Confédérés pour l'organisation de luttes originales – Groen
cdH	:	centre démocrate Humaniste
VB	:	Vlaams Belang
PTB-GO!	:	Parti du Travail de Belgique – Gauche d'Ouverture
DéFI	:	Démocrate Fédéraliste Indépendant
PP	:	Parti Populaire

**Afkortingen bij de nummering van de publicaties:**

DOC 54 0000/000:	Parlementair document van de 54 <sup>e</sup> zittingsperiode + basisnummer en volgnummer
QRVA:	Schriftelijke Vragen en Antwoorden
CRIV:	Voorlopige versie van het Integraal Verslag
CRABV:	Beknopt Verslag
CRIV:	Integraal Verslag, met links het definitieve integraal verslag en rechts het vertaald beknopt verslag van de toespraken (met de bijlagen)
PLEN:	Plenum
COM:	Commissievergadering
MOT:	Moties tot besluit van interpellations (beigekleurig papier)

**Abréviations dans la numérotation des publications:**

DOC 54 0000/000:	Document parlementaire de la 54 <sup>e</sup> législature, suivi du n° de base et du n° consécutif
QRVA:	Questions et Réponses écrites
CRIV:	Version Provisoire du Compte Rendu intégral
CRABV:	Compte Rendu Analytique
CRIV:	Compte Rendu Intégral, avec, à gauche, le compte rendu intégral et, à droite, le compte rendu analytique traduit des interventions (avec les annexes)
PLEN:	Séance plénière
COM:	Réunion de commission
MOT:	Motions déposées en conclusion d'interpellations (papier beige)

**Officiële publicaties, uitgegeven door de Kamer van volksvertegenwoordigers****Publications officielles éditées par la Chambre des représentants**

**Bestellingen:**  
**Natieplein 2**  
**1008 Brussel**  
**Tel. : 02/ 549 81 60**  
**Fax : 02/549 82 74**  
**www.dekamer.be**  
**e-mail : publications@dekamer.be**

**Commandes:**  
**Place de la Nation 2**  
**1008 Bruxelles**  
**Tél. : 02/ 549 81 60**  
**Fax : 02/549 82 74**  
**www.lachambre.be**  
**courriel : publications@lachambre.be**

De publicaties worden uitsluitend gedrukt op FSC gecertificeerd papier

Les publications sont imprimées exclusivement sur du papier certifié FSC

DAMES EN HEREN,

Uw commissie heeft op 8 december 2015 een hoorzitting gehouden met de heer Vincent Van Dessel, voorzitter van de raad van bestuur en ceo van Euronext Brussels, over de modernisering van het vennootschapsrecht.

### I. — INLEIDENDE UITEENZETTING VAN DE HEER VINCENT VAN DESSEL, VOORZITTER VAN DE RAAD VAN BESTUUR EN CEO VAN EURONEXT BRUSSELS

*De heer Vincent Van Dessel, voorzitter van de raad van bestuur en ceo van Euronext Brussels, vangt zijn betoog aan met erop te wijzen dat de beoogde modernisering van het vennootschapsrecht een kans biedt die moet worden aangegrepen om het Belgisch vennootschapsrecht op gelijke hoogte te brengen met dat van andere, meer in het bijzonder Europese, landen. Tot nu was het vooral op het vlak van het fiscaal recht dat men zou kunnen spreken van een zeker opbod onder de landen om investeerders aan te trekken. Maar doordat deze verschillen langzaam worden uitgevlakt komt het vennootschapsrecht meer op de voorgrond als middel voor een land om zich bij investeerders als aantrekkelijk te profileren.*

Vereenvoudiging, stabiliteit, duidelijkheid en transparantie van de regels voor al dan niet beursgenoteerde vennootschappen, zijn de nieuwe sleutelwoorden. Een gemoderniseerd vennootschapsrecht zal ons land terug aan de top brengen op het vlak van ontvankelijkheid voor buitenlandse ondernemingen en investeerders. De laatste jaren zijn als gevolg van de oplegging van teveel regels en verplichtingen immers veel (grote) ondernemingen van de beurs in Brussel weggetrokken.

#### — situering van Euronext Brussels

Euronext Brussels, dat in 2001 de eerste paneuropees genoteerde beurs werd met een gediversifieerd aandeelhouderschap, heeft op 20 juni 2014 de groep NYSE Euronext verlaten, na de overname ervan in 2013 door ICE (*Intercontinental Exchange*).

Vandaag vertegenwoordigt de groep referentieaandeelhouders, mede dankzij de belangrijke rol die de FPIM (Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij) heeft gespeeld, 33 % van het kapitaal van Euronext Brussels waaronder een stevige Belgische vertegenwoordiging met Euroclear (8 %), BNP Paribas en BNP Paribas Fortis (respectievelijk 5,5 % en 1,5 %) en FPIM-SFPI (4,5 %). De raad van bestuur telt drie Belgen waarvan twee aangeduid door de referentieaandeelhouders.

MESDAMES, MESSIEURS,

Votre commission a entendu, le 8 décembre 2015, M. Vincent Van Dessel, président du conseil d'administration et ceo d'Euronext Bruxelles, sur la modernisation du droit des sociétés.

### I.—EXPOSÉ INTRODUCTIF DE M. VINCENT VAN DESSEL, PRÉSIDENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET CEO D'EURONEXT BRUXELLES

M. Vincent Van Dessel, président du conseil d'administration et ceo d'Euronext Bruxelles, entame son exposé en soulignant que la modernisation visée du droit des sociétés offre une opportunité qu'il y a lieu de saisir, l'opportunité d'aligner le droit belge des sociétés sur celui d'autres pays, en particulier de pays européens. Jusqu'à présent, c'est essentiellement dans le domaine du droit fiscal que l'on pourrait parler d'une certaine surenchère entre les pays pour attirer les investisseurs. Ces différences s'estompant progressivement, le droit des sociétés se présente davantage comme un moyen de se profiler de manière attractive auprès des investisseurs.

Simplification, stabilité, clarté et transparence des règles pour les sociétés qu'elles soient ou non cotées en bourse sont les nouveaux mots-clés. Un droit des sociétés modernisé repositionnera la Belgique parmi les pays les plus accueillants pour les entreprises et les investisseurs étrangers. En effet, au cours des dernières années, de nombreuses (grandes) entreprises ont quitté la bourse de Bruxelles en raison de l'imposition d'un nombre excessif de règles et d'obligations.

#### — contexte d'Euronext Bruxelles

Euronext Bruxelles, qui est devenue en 2001 la première Bourse paneuropéenne cotée dotée d'un actionnariat diversifié, a quitté le groupe NYSE Euronext le 20 juin 2014, après la reprise de ce groupe par ICE (*Intercontinental Exchange*) en 2013.

Grâce notamment au rôle important joué par la SFPI (Société fédérale de Participations et d'Investissement), le groupe des actionnaires de référence représente actuellement 33 % du capital d'Euronext Bruxelles, où une forte représentation belge est assurée par le biais d'Euroclear (8 %), de BNP Paribas et BNP Paribas Fortis (respectivement 5,5 % et 1,5 %) et de la SFPI-FPIM (4,5 %). Le conseil d'administration compte trois Belges, dont deux désignés par les actionnaires de référence.

— *opdracht van Euronext Brussels*

Euronext Brussels staat in voor de organisatie van de secundaire markt. De beurs financiert niet zelf rechtstreeks de economie maar ondersteunt die onder meer door de financiering en groei van ondernemingen te stimuleren. Door het organiseren van de markt kunnen diegenen die inschrijven op kapitaalverhogingen of obligaties van genoteerde bedrijven, hun financiële instrumenten op een zo transparant en liquide mogelijke markt verhandelen. Dit gebeurt in een zeer divers geheel met verschillende actoren.

De bepaling van de koers staat hier uiteraard centraal. Een koers is het gevolg van een overeenkomst tussen koper en verkoper die het eens zijn over de prijs. Uiteraard gaat het bij de beurs om enorm veel transacties. Bij de investeerders onderscheidt men particuliere en institutionele investeerders (pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, holdings, hefboomfondsen, enz.). Hefboomfondsen hebben een rol in dit geheel omdat zij de waarderingsverschillen tussen de verschillende instrumenten en de risicoprofielen naar elkaar toe, op hetzelfde niveau, trachten te brengen. Zij hebben dus een positieve invloed op de markten omdat de schommelingen worden afgevlakt.

Onder de leden van de beurs spelen de brokers een belangrijke rol. Het zijn tussenpersonen, die de orders van de klanten uitvoeren. Er zijn klassieke brokers, e-brokers en algoritmische brokers. Die laatste voeren de orders volledig met behulp van computerprogramma's uit.

Daarnaast zijn er de *traders*, de beursleden die alleen voor eigen rekening handelen en trachten winst te maken op basis van het tijdsverschil dat verloopt tussen de beslissing van de koper en verkoper. Zij verrichten de arbitrage tussen de verschillende producten zoals opties en aandelen, e.d. en streven ernaar bij marktfluctuaties de koersen terug op gelijk niveau te brengen. Onder meer door de *high frequency traders* wordt vandaag alle beschikbare informatie onmiddellijk gereflecteerd in de beurskoersen. De belegger kan nu veel meer dan het ooit het geval is geweest voortgaan op een juiste koers. *Liquidity providers* zijn traders die zich ertoe verbinden steeds een koper of verkoper te vinden voor bedragen tussen de 5 000 en 15 000 euro (met een marge van 3 à 5 %) zodat er steeds liquiditeit is. Liquiditeit of verhandelbaarheid is wat de belegger vraagt zo niet zou hij het vertrouwen kunnen verliezen in de waarden waarin hij zoekt te beleggen.

— *mission d'Euronext Bruxelles*

Euronext Bruxelles est responsable de l'organisation du marché secondaire. La Bourse ne finance pas elle-même directement l'économie mais elle la soutient, notamment en stimulant le financement et la croissance des entreprises. Grâce à l'organisation du marché, ceux qui souscrivent à des augmentations de capital ou des obligations d'entreprises cotées peuvent négocier leurs instruments financiers sur un marché aussi transparent et liquide que possible et ce, dans le cadre d'un ensemble très divers comportant différents acteurs.

La fixation du cours joue évidemment un rôle central à cet égard. Un cours est le résultat d'un accord entre l'acheteur et le vendeur, qui conviennent du prix. Évidemment, la Bourse génère énormément de transactions. Parmi les investisseurs, on distingue les investisseurs privés et les investisseurs institutionnels (fonds de pension, sociétés d'assurance, holdings, fonds à effet de levier, etc.). Les fonds à effet de levier jouent un rôle dans cet ensemble, parce qu'ils tentent de rapprocher et d'aligner les différences d'évaluation entre les différents instruments et les profils de risque. Ils ont donc une influence positive sur les marchés, parce qu'ils atténuent les variations.

Parmi les acteurs de la Bourse, les courtiers (*brokers*) jouent un rôle important. Il s'agit d'intermédiaires qui exécutent les ordres des clients. Il existe des courtiers classiques, des courtiers électroniques et des courtiers algorithmiques. Ces derniers exécutent tous les ordres à l'aide de programmes informatiques.

À ceux-ci s'ajoutent les négociants (*traders*), qui sont des acteurs de la Bourse qui agissent seulement pour leur compte propre et essaient de réaliser des bénéfices à partir du délai qui s'écoule entre les décisions de l'acheteur et du vendeur. Les négociants se chargent de l'arbitrage entre les différents produits tels que les options, les actions, etc., et s'efforcent de ramener les cours à un niveau égal en cas de fluctuation des marchés. Aujourd'hui, toutes les informations disponibles se répercutent immédiatement sur les cours de la Bourse, notamment en raison des activités des négociants à haute fréquence (*high frequency traders*). Plus que jamais, les investisseurs peuvent aujourd'hui se fonder sur un cours exact. Les fournisseurs de liquidité (*liquidity providers*) sont des négociants qui s'engagent à toujours trouver un acheteur ou un vendeur pour les montants entre 5000 et 15000 euros (moyennant une marge de 3 à 5 %) afin que des liquidités soient toujours disponibles. Les investisseurs sont demandeurs de liquidité ou de négociabilité. Sans cela, ils pourraient perdre confiance dans les valeurs dans lesquelles ils souhaitent investir.

Tot de belangrijkste door emittenten uitgegeven producten behoren aandelen, obligaties, converteerbare obligaties, warrants en gestructureerde producten. De markt omvat eveneens opties, *futures* en *indices*. Een optie is geen effect maar een contract tussen verkoper en koper dat het recht biedt om te kopen of te verkopen. Opties en derivaten in het algemeen zijn producten die eigenlijk dienen om het risico op verlies te verminderen en waarvoor, net als bij een verzekering, een premie moet worden betaald. Naast de handel in warrants zal ook die in opties waarschijnlijk verdwijnen door de speculatietaaks als gevolg van de afname van het vertrouwen bij beleggers: zij zullen warrants en opties vermijden en zich misschien op meer risicovolle producten storten.

Het is duidelijk dat de interactie van talrijke actoren samen een liquide en betrouwbare markt tot stand brengen. Maar het valt te vrezen dat de actieve belegger binnenkort waarschijnlijk uit de markt zal verdwijnen als gevolg van de invoering van de speculatietaaks die een uitermate negatieve invloed zal uitoefenen op de beurs en kleine bedrijven.

— *evolutie van het dagelijks omgezette volume op de aandelenmarkt van Euronext Brussels (cf. grafiek in bijlage)*

De financiële crisis van 2008 heeft geleid tot een significante daling van de koersen. De daling van het volume was zo belangrijk omdat destijds 20 % van de Bel-20 uit bankaandelen bestond.

— *evolutie van het dagelijks aantal transacties op de aandelenmarkt van Euronext Brussels (cf. grafiek als bijlage)*

Het jaar 2015 is een recordjaar wat dit aspect betreft. Sinds de fusie in 2001 is het omgezette volume vervijfoudigd. Dit is in hoofdzaak het gevolg van de komst van grote internationale investeerders en brokers uit Londen.

— *evolutie van het Brussels marktaandeel in verhouding tot Euronext (cf. grafiek als bijlage)*

De Brusselse beurs heeft waarschijnlijk het meest baat gehad bij de fusie met de Nederlandse en de Franse beurs omdat een kleine op zichzelf staande beurs minder gemakkelijk grote actoren aantrekt.

Zodra men zich op hetzelfde platform bevindt als grote ondernemingen trekt men alle grote investeerders aan. De op de Brusselse beurs Belgische genoteerde ondernemingen hebben daar baat bij. Het marktaandeel

Parmi les principaux produits des émetteurs, il y a les actions, les obligations, les obligations convertibles, les mandats (*warrants*) et les produits structurés. Le marché propose aussi des options, des futures (*futures*) et des indices. L'option n'est pas un titre mais bien un contrat entre un vendeur et un acheteur qui confère le droit d'acheter ou de vendre. En règle générale, les options et les dérivés sont des produits qui servent à réduire le risque de pertes, produits pour lesquels une prime doit être payée, comme pour les assurances. Comme le commerce des mandats, le commerce des options va sans doute disparaître en raison de la taxe sur la spéculation car celle-ci amoindrirà la confiance des investisseurs: ces derniers éviteront les warrants et les options et ils choisiront peut-être des produits plus risqués.

Il est clair que ce sont les interactions entre de nombreux acteurs qui assurent la liquidité et la fiabilité du marché. Cependant, il est craindre que les investisseurs actifs s'éloignent bientôt du marché en raison de l'introduction de la taxe sur la spéculation, taxe qui aura des effets très négatifs pour la Bourse et les petites entreprises.

— *évolution du volume échangé quotidiennement sur le marché des actions d'Euronext Bruxelles (cf. graphique en annexe)*

La crise financière de 2008 a entraîné une baisse significative des cours. La baisse du volume qui s'est produite fut d'une telle ampleur en raison du fait que 20 % de l'indice Bel-20 était composé d'actions bancaires à l'époque.

— *évolution du nombre de transactions quotidiennes sur le marché des actions d'Euronext Bruxelles (cf. graphique en annexe)*

L'année 2015 fut une année record à cet égard. Le volume échangé qui a quintuplé depuis la fusion de 2001 découle principalement de l'arrivée de gros investisseurs internationaux et courtiers de Londres.

— *évolution de la part de marché du marché bruxellois par rapport à Euronext (cf. graphique en annexe)*

La bourse de Bruxelles a vraisemblablement le plus profité de la fusion avec les bourses néerlandaise et française parce qu'une petite bourse seule attire moins facilement des acteurs importants.

À partir du moment où l'on se trouve sur la même plateforme que de grandes entreprises, on attire tous les gros investisseurs, ce qui est bénéfique pour les entreprises belges cotées à la bourse de Bruxelles. La

is in relatieve termen (vergeleken met Nederland en Frankrijk) quasi verdubbeld tussen 2004 en 2015.

De stijging tussen 2011 en 2012 van 4,52 % naar 5,82 % is het hoofdzakelijk gevolg van de in Frankrijk uitgevaardigde taks op financiële waarden boven het miljard euro en de daaruit volgende liquiditeitsdaling op de Franse CAC40.

Belangrijk is te beseffen dat op de financiële markten een fiscale maatregel steeds een onmiddellijk effect heeft op het gedrag van investeerders en de financieringsmogelijkheden voor de kleinere bedrijven.

De evolutie van het marktaandeel (in volume) van de niet-Bel20 aandelen toont aan dat dit vanaf 2011 plots een duik naar beneden neemt (bij de invoering van de zogenaamde “rijkentaks” bij wet van 28 december 2011 houdende diverse bepalingen ) (cf. grafiek als bijlage). Deze taks had voor de particuliere investeerder een verstorend effect zodat in veel gevallen werd beslist om uit de markt te stappen. Het marktaandeel van deze waarden daalde in korte tijd van 13 % naar minder dan 8 % en veroorzaakte een daling van de liquiditeit met ongeveer 60 %. De taks werd in 2012 afgeschaft en het marktaandeel is daarna terug naar normale waarden gestegen (12 %).

— *weinig Belgische brokers (cf. grafiek als bijlage)*

De geringe aanwezigheid van Belgische brokers op de Brusselse beurs wordt deels verklaard door de invoering van de Mifid-richtlijn (Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *Publicatieblad Nr. L 145 van 30/04/2004 blz. 0001 – 0044*) die heeft geleid tot meer mededinging op de financiële markten en de komst van grote Angelsaksische brokers. Die laatste domineren bijgevolg de markt in Brussel waar Belgische brokers slechts 3,6 % meer vertegenwoordigen.

Maar tot een hogere liquiditeit voor kleine aandelen draagt dit niet bij. Het marktaandeel van de Belgische brokers is gering onder meer omdat zij niet beschikken over de noodzakelijke informatica-apparatuur om de beste uitvoering te garanderen van hun gekregen orders of om complexe orders via algoritmes uit te voeren.

part de marché a quasiment doublé en termes relatifs (en comparaison avec les Pays-Bas et la France) entre 2004 et 2015.

La hausse, qui s'est produite entre 2011 et 2012, de 4,52 % à 5,82 % est la conséquence principale de la taxe promulguée en France sur les valeurs financières dépassant le milliard d'euros et de la diminution de liquidité dans le CAC40 français qui en a découlé.

Il importe d'être conscient du fait que, sur les marchés financiers, une mesure fiscale produit toujours un effet immédiat sur le comportement des investisseurs et sur les possibilités de financement des petites entreprises.

L'évolution de la part de marché (en volume) des actions ne faisant pas partie du Bel20 montre que celle-ci a subitement plongé à partir de 2011 (à la suite de l'introduction de la “taxe des riches” par la loi du 28 décembre 2011 portant dispositions diverses) (cf. graphique en annexe). Cette taxe a eu un effet perturbateur sur l'investisseur particulier si bien qu'un retrait du marché a été décidé dans nombre de cas. La part de marché de ces valeurs a chuté de 13 % à moins de 8 % en peu de temps et a causé une baisse des liquidités d'environ 60 %. La taxe en question a été supprimée en 2012 et la part de marché a crû et retrouvé des valeurs normales (12 %).

— *peu de “brokers” belges (cf. le graphique en annexe)*

La faible présence de *brokers belges* à la Bourse de Bruxelles s'explique en partie par la mise en œuvre de la directive MiFID (directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les Directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la Directive 93/22/CEE du Conseil, Journal officiel L 145 du 30/04/2004, p. 0001-0044) qui a entraîné une concurrence accrue sur les marchés financiers ainsi que l'arrivée de grands *brokers anglo-saxons*. Ces derniers dominent par conséquent le marché de Bruxelles, où les courtiers belges ne représentent plus que 3,6 % .

Mais cela ne contribue pas à un accroissement de la liquidité pour les petites valeurs. La part de marché des brokers belges est faible notamment parce qu'ils ne disposent pas de l'appareillage informatique nécessaire leur permettant d'assurer la meilleure exécution des ordres sur des marchés différents, ni d'exécuter des ordres complexes au travers d'algoritmes.

De tweede reden is dat de verhoging van de taks op beursverrichtingen in België ervoor heeft gezorgd dat wanneer een particulier beroep doet op een Belgische broker, hij een niet onaanzienlijke taks dient te betalen (0,27 %). Werkt hij met een buitenlandse tussenpersoon dan betaalt hij die niet. Actieve beleggers zullen bijgevolg kiezen voor een buitenlandse bemiddelaar. Maatregelen om de aanwezigheid van de plaatselijke gemeenschap van vennootschappen, tussenpersonen en investeerders te steunen dienen dan ook snel te worden getroffen te meer omdat de grote Angelsaksische brokers in hoofdzaak geïnteresseerd zijn in de grote waarden.

In België worden startende ondernemingen volop gesteund, maar dit moet in de volgende levensstadia van die beginnende bedrijven ook worden volgehouden. *Incentives* voor kleine ondernemingen die een volgende stap willen zetten in hun ontwikkeling, ontbreken van-dag volledig.

— *modernisering van het vennootschapsrecht*

De vennootschapswetgeving en het financieel recht dienen volledig van elkaar gescheiden te worden. Een duidelijk onderscheid moet worden gemaakt tussen de specifieke regels voor beursgenoteerde ondernemingen, die in hoofdzaak gelden ter bescherming van investeerders, en het geheel van de regels van gemeen recht die gelden voor alle vennootschappen, al dan niet beursgenoteerd.

— *voordelen van een beursnotering (listing)*

Een vennootschap wil vooral op de beurs genoteerd zijn om haar zichtbaarheid en geloofwaardigheid tegenover banken, klanten, leveranciers, het grote publiek, enz. veilig te stellen. Hierdoor wordt ze door de markt gunstig beoordeeld. Dikwijls komen ondernemingen alleen met de initiële bedoeling hun financiering te garanderen naar de beurs, maar stellen zij nadien vast dat er meer voordelen aan verbonden zijn.

Het staat ook vast dat de beursgenoteerde bedrijven de grootste scheppers zijn van werkgelegenheid. Maar wanneer deze bedrijven worden afgeschrikt verplaatsen zij hun beslissingscentra naar het buitenland met alle gevolgen van dien.

Een beursnotering zorgt eveneens voor de verhoging van de liquiditeit en de genoteerde vennootschap wordt gedwongen de regels van *good corporate governance* over te nemen en professioneler te functioneren.

Een beursnotering laat toe variabele vergoedingen uit te keren aan de leidinggevenden en het personeel

La deuxième raison est que l'augmentation de la taxe sur les opérations boursières en Belgique a eu pour effet que lorsqu'un particulier recourt aux services d'un broker belge, il doit payer une taxe non négligeable (0,27 %). S'il fait appel à un intermédiaire étranger, il ne la paie pas. Les investisseurs actifs opteront dès lors pour un intermédiaire étranger. Il faut par conséquent prendre rapidement des mesures visant à soutenir la présence de la communauté locale des agences, intermédiaires et investisseurs, d'autant plus que les grands brokers anglo-saxons sont essentiellement intéressés par les grandes valeurs.

En Belgique, les entreprises qui débutent bénéficient d'un soutien appréciable, mais celui-ci doit être poursuivi dans les stades ultérieurs du développement de ces starters. À l'heure actuelle, les incitants en faveur des petites entreprises qui veulent faire un prochain pas dans leur croissance, font cruellement défaut.

— *modernisation du droit des sociétés*

La législation sur les sociétés et le droit financier doivent être complètement dissociés. Il convient d'établir une claire distinction entre les règles spécifiques applicables aux entreprises cotées en bourses, qui ont principalement pour but de protéger les investisseurs, et l'ensemble des règles de droit commun qui s'appliquent à l'ensemble des sociétés, qu'elles soient cotées en bourses ou non.

— *avantages d'une cotation en bourse (listing)*

Une société veut surtout être cotée en bourse pour assurer sa visibilité et crédibilité vis-à-vis des banques, de ses clients et fournisseurs, du grand public, etc. Ce faisant, elle est évaluée positivement par le marché. Souvent, les entreprises ont pour seul objectif initial de garantir leur financement, mais elles constatent par la suite que leur entrée en bourse leur procure d'autres avantages encore.

Il est également indéniable que les entreprises cotées en bourses sont les principaux créateurs d'emplois. Mais lorsque ces entreprises sont effrayées, elles déplacent leurs centres décisionnels vers l'étranger, avec toutes les conséquences qui s'ensuivent.

Une cotation en bourse permet également d'augmenter la liquidité et la société cotée est contrainte d'adopter les règles de bonne gouvernance d'entreprise et de fonctionner de façon plus professionnelle.

Une cotation en bourse permet d'octroyer des rémunérations variables à la direction et au personnel et elle

en kan ertoe leiden dat het bedrijf voldoende middelen genereert om eventueel zelfs andere bedrijven over te nemen.

De beursnotering is eveneens sociaal-maatschappelijk van belang omdat zij bijvoorbeeld toelaat te groeien zonder de controle op te geven en het beslissingscentrum in België te houden. Een beursnotering waarborgt immers de continuïteit van het bedrijf op lange termijn. De beslissingsmacht in België houden is fundamenteel voor de ontwikkeling van het bedrijf en de tewerkstelling in zijn omgeving. Er zijn tal van voorbeelden die duidelijk aantonen wat er gebeurt met bedrijven die de beslissingsmacht hebben verloren. Het is zeer verontrustend wanneer door overnames (die op zich behoren tot het normale beursleven) beslissingscentra uit ons land verdwijnen.

Een ander probleem is dat er vandaag nog nauwelijks familiale bedrijven naar de beurs trekken. De overvloed aan opgelegde regels wegen zeker voor deze groep bedrijven zwaarder door dan de voordelen. De opgelegde transparantie over de verloning zorgt bijvoorbeeld soms voor moeilijke situaties in de onmiddellijke persoonlijke omgeving van bedrijfsleiders van familiebedrijven.

Veel familiale bedrijven verdwijnen op lange termijn ook van de kaart omdat ze geen opvolging hebben, een aspect dat via *listing* wel op een professionele manier kan worden georganiseerd omdat zij de continuïteit versterkt.

#### — Euronext versus Alternext

Euronext beheert de gereglementeerde markt (*regulated market (RM)*). Daarnaast kent de Brusselse beurs ook nog Alternext dat als een *multilateral trading facility (MTF)* wordt omschreven.

De gereglementeerde markt, die door Europa in het leven is geroepen, brengt een aantal voordelen mee omdat hiermee wordt gestreefd naar een doorgedreven harmonisering opgelegd door Europese en internationale regels. De gereglementeerde markt beantwoordt aldus aan datgene wat internationale beleggers verwachten. Zij is vooral gericht op grote en middelgrote ondernemingen die internationaal actief zijn en vooral internationale beleggers en investeerders zoeken.

#### — verschillen tussen Euronext en Alternext (cf. tabel als bijlage)

peut permettre à l'entreprise de générer suffisamment de moyens pour éventuellement même reprendre d'autres entreprises.

La cotation en bourse revêt également une importance d'un point de vue social et sociétal dès lors qu'elle permet, par exemple, à l'entreprise de se développer sans renoncer au contrôle et en conservant le centre décisionnel en Belgique. La cotation en bourse garantit en effet la continuité de l'entreprise à long terme. Conserver le pouvoir de décision en Belgique est fondamental pour le développement de l'entreprise et l'emploi dans ses environs. Il existe maints exemples montrant clairement ce qu'il advient d'entreprises qui ont perdu leur pouvoir décisionnel. Il y a lieu de s'inquiéter lorsque des centres décisionnels quittent notre pays à la suite de rachats d'entreprises (qui, en soi, font partie intégrante de la vie boursière).

Un autre problème est qu'aujourd'hui, il n'y a plus guère d'entreprises familiales qui entrent en bourse. La prolifération des réglementations imposées pèse certainement plus lourdement sur ce groupe d'entreprises que les avantages qu'elles pourraient tirer de leur cotation. La transparence imposée sur la politique de rémunération entraîne ainsi parfois des situations difficiles dans l'entourage personnel immédiat des chefs d'entreprises familiales.

Beaucoup d'entreprises familiales disparaissent à long terme aussi de la carte parce qu'elles ne bénéficient pas d'une succession, un aspect qui, via le *listing*, peut être organisé de manière professionnelle dès lors qu'il renforce la continuité.

#### — Euronext / Alternext

Euronext gère le marché réglementé (*regulated market (RM)*). Il existe encore à la bourse de Bruxelles un autre système, Alternext, qui est décrit comme une *multilateral trading facility (MTF)*.

Le marché réglementé, qui a été créé par l'Union européenne, présente un certain nombre d'avantages, car il vise une harmonisation poussée imposée par les règles européennes et internationales. Le marché réglementé répond ainsi aux attentes des investisseurs internationaux. Il est principalement axé sur les grandes et moyennes entreprises qui sont actives au niveau international et qui recherchent surtout des investisseurs internationaux.

#### — les différences entre Euronext et Alternext (voir le tableau en annexe)

Kenmerkend voor Euronext is dat de IFRS-standaarden (*international financial reporting standards*) verplicht zijn wat zeer duur is voor de bedrijven maar interessant omdat de boekhoudkundige rapportering op die manier in Europa en wereldwijd op dezelfde en vergelijkbare wijze geschieht.

Bij Euronext dient de toegang tot de markt steeds te gebeuren met een prospectus wat niet het geval is bij Alternext (tenzij in het geval van een publieke plaatsing) waar private plaatsing in principe met een aan de markt gerichte informatienota gebeurt.

Alternext richt zich vooral tot familiale ondernemingen of ondernemingen met hun *start-up* achter de rug die (lokale) investeerders zoeken. De boekhouding wordt gevoerd op grond van lokale regelgeving.

Het is de bedoeling Alternext te profileren als een echte markt voor alternatieve investeringen die meer gericht is op professionele investeerders (en bijgevolg minder geschikt is voor het grote publiek) en niet zozeer op kmo's. Ook heel grote familiale bedrijven kunnen hier voordeel uit halen meer in het bijzonder voor het veiligstellen van hun continuïteit.

Verplichtingen zoals de naleving van de *corporate governance* regels gelden niet voor de Alternext-markt. De in dit verband opgelegde quota voor de aanwezigheid van vrouwen in de bestuursorganen is bijvoorbeeld een specifiek Belgische eis die voor sommige bedrijven net de regel te veel is en de aanleiding vormt om de beurs te verlaten. Het ware in dit verband beter geweest te werken met aanmoedigende maatregelen in plaats van dwingende regels op te dringen. Indien men toch vindt dat dergelijke vereisten maatschappelijk noodzakelijk zijn, dan moeten wel *alle* vennootschappen, en niet alleen de beursgenoteerde, aan dezelfde regel worden onderworpen.

#### — *prospectusregime*

De regels in verband met de uitgifte van een prospectus verschillen nogal sterk van land tot land (cf. tabel als bijlage). Het verdient aanbeveling voor de financiële markten de Europese richtlijnen zoveel mogelijk op dezelfde wijze toe te passen en niet aan *gold plating* te doen door een teveel aan lokale regels bijkomend op te leggen. Hierdoor worden de beleggers en de investeerders van de beurs weggejaagd en kunnen ze zelfs niet worden tegengehouden omdat de financiële markten geen grenzen kennen.

Euronext se caractérise par l'obligation de se conformer aux normes IFRS (*international financial reporting standards*), ce qui est très coûteux pour les entreprises mais présente également un avantage: en effet, dans ce système, le rapportage comptable s'effectue de la même façon en Europe et dans le monde entier.

Dans le système d'Euronext, l'accès au marché doit toujours avoir lieu par le biais d'un prospectus, ce qui n'est pas le cas pour Alternext (sauf pour les placements publics), dans le cadre duquel les placements privés ont lieu en principe par le biais d'une note d'information adressée au marché.

Alternext s'adresse principalement aux entreprises familiales ou à celles qui sortent de leur *start up*, qui sont à la recherche d'investisseurs (locaux). La comptabilité est tenue en conformité avec la réglementation locale.

L'objectif est de présenter Alternext comme un véritable marché pour les investissements alternatifs, marché davantage orienté sur les investisseurs professionnels (et donc moins adapté au grand public) que sur les PME. Ce marché peut également intéresser les très grandes entreprises familiales, en particulier lorsqu'il s'agit de garantir leur continuité.

Le marché Alternext n'est pas soumis à des obligations telles que le respect des règles de gouvernance d'entreprise. Les quotas de présence féminine imposés dans les organes d'administration sont par exemple une obligation spécifiquement belge qui crispe certaines entreprises et les poussent à quitter la bourse. Il aurait été plus judicieux à cet égard de prendre des mesures incitatives au lieu d'imposer des mesures contraignantes. Si on devait malgré tout considérer que des obligations de ce type sont nécessaires d'un point de vue sociétal, cette règle devrait s'appliquer à *l'ensemble* des sociétés, et pas seulement à celles cotées en bourse.

#### — *le régime de prospectus*

Les règles relatives à la publication d'un prospectus diffèrent fortement selon les pays (voir le tableau en annexe). Il serait souhaitable pour les marchés financiers d'appliquer les directives européennes de façon aussi uniforme que possible et de ne pas avoir recours au *gold plating* en imposant trop de règles locales supplémentaires. En effet, les investisseurs ont alors tendance à quitter la bourse et il n'est même pas possible de les retenir, étant donné que les marchés financiers n'ont pas de frontières.

— *Expertmarkt*

De Expertmarkt is een nieuwe secundaire markt op de Brusselse beurs voor elektronische handel in niet-genoteerde effecten, die zich richt tot beleggers die met kennis van zaken optreden. Bijvoorbeeld, om projecten van *crowd funding* in goede banen te leiden kan deze markt haar nut bewijzen. België heeft hiermee als enige land ter wereld een markt waarop aandelen of obligaties van *crowd funding* kunnen worden verhandeld.

— *investeringen in small en mid caps*

Euronext neemt ook tal van initiatieven ter bevordering van investeringen in ondernemingen met een kleine en middelgrote beurswaarde (*small en mid caps*). Omdat de liquiditeit hier klein is en de banken geen research voor hen financieren, staat Euronext niet-genoteerde technologiebedrijven bij in hun research op het ogenblik dat ze de stap willen zetten naar een notering. *Techshare* kan in dit verband worden aangehaald als een programma om een aantal jonge ondernemers samen te brengen en de nodige vorming te bieden ter ondersteuning van hun groei.

— *promotie van de Europese markten*

Euronext organiseert regelmatig tal van promotieactiviteiten voor de beurshandel op de Europese markten, waar investeerders en bedrijven worden samengebracht. Eenmaal per jaar worden bijvoorbeeld op initiatief van Euronext de *Pan European days* georganiseerd in New York en Boston.

— *nieuw Wetboek van vennootschappen*

Euronext is zeer opgetogen over het initiatief van de minister van Justitie om het Belgisch vennootschapsrecht te moderniseren. De aantrekkelijkheid van België voor investeerders uit de hele wereld hangt in bijzonder grote mate af van een nieuw en goed Wetboek van vennootschappen.

Flexibiliteit staat hierbij voorop, gevolgd door stabiliteit waarborgend dat de regels niet om de haverklap worden gewijzigd. De vennootschapswetgeving moet ook helder en duidelijk zijn.

Belangrijk is dat als algemeen principe geldt dat de fundamentele beslissingen door de aandeelhouders, die per slot van rekening de eigenaars zijn, dienen te worden getroffen. Transparantie en bescherming van de (minderheids)aandeelhouders zijn primordiaal.

— *le marché expert*

Le marché expert est un nouveau marché secondaire de la bourse de Bruxelles. Il permet de négocier de manière électronique des titres non cotés et s'adresse aux investisseurs qui agissent en connaissance de cause. Ce marché peut par exemple s'avérer utile pour mener à bien des projets de financement participatif (*crowd funding*). La Belgique est ainsi le seul pays au monde à disposer d'un marché sur lequel des actions ou obligations de financement participatif peuvent être négociées.

— *les investissements en small and mid caps*

Euronext prend également de nombreuses initiatives visant à promouvoir les investissements dans des entreprises de petite ou moyenne capitalisation boursière (*small and mid caps*). Étant donné que ces entreprises ne disposent que de faibles liquidités et que les banques ne financent pas leurs recherches, Euronext assiste les entreprises technologiques non cotées en bourse dans leurs recherches au moment où elles souhaitent entrer en bourse. On peut citer à cet égard *Techshare*, qui est un programme visant à rassembler un certain nombre de jeunes entrepreneurs et à leur offrir la formation nécessaire pour soutenir leur croissance.

— *la promotion des marchés européens*

Euronext organise régulièrement de nombreuses activités de promotion des transactions boursières sur les marchés européens, qui réunissent des investisseurs et des entreprises. On peut notamment citer à cet égard les *Pan European days* organisés une fois par an à New York et Boston à l'initiative d'Euronext.

— *nouveau Code des sociétés*

Euronext se réjouit de l'initiative prise par le ministre de la Justice de moderniser le droit belge des sociétés. L'attrait de la Belgique vis-à-vis des investisseurs du monde entier dépend énormément d'un Code des sociétés moderne et performant.

Sont primordiales à cet égard, la flexibilité, puis la stabilité. Elles garantissent que les règles ne seront pas modifiées du jour au lendemain. La législation relative aux sociétés doit également être claire et précise.

Il importe d'appliquer comme principe de base que les décisions fondamentales sont prises par les actionnaires, qui sont les "propriétaires" en définitive. La transparence et la protection des actionnaires (minoritaires) sont primordiales.

Het vennootschapsrecht moet de regels omvatten die van toepassing zijn op alle vennootschappen, eventueel gedifferentieerd volgens hun omvang. Mogen in dit wetboek niet worden opgenomen: de specifieke regels die enkel voor genoteerde vennootschappen gelden of die wegens een band met de financiële markten verplicht worden gesteld. Zoveel als mogelijk zou het financieel recht van het vennootschapsrecht gescheiden dienen te worden. De verwevenheid van beide soorten regels in het vennootschapsrecht maakt de zaken vandaag alleen maar complexer. In de financiële regelgeving dienen alle specifieke aspecten van de beursgenoteerde vennootschappen te worden ondergebracht.

— *vermijden van gold plating*

Gold plating dient wat het financieel recht betreft zeker te worden vermeden. Op dit ogenblik bestaan er ontegensprekelijk nog te veel regels die in België bijkomend op de Europese worden opgelegd. Wanneer bijkomende regels voor alle vennootschappen op dezelfde wijze zouden gelden zou dit nog enigszins aanvaardbaar kunnen zijn, maar dat is niet het geval.

Er is het voorbeeld van de prospectusregels. Op Europees niveau en in nog andere landen is een prospectus verplicht vanaf uitgiften van 5 miljoen euro, maar in België geldt hiervoor de drempel van 100 000 euro. Dat betekent dat heel wat ondernemingen die hier op de markt actief zouden kunnen worden, liever uitwijken naar buitenlandse beurzen.

Een ander voorbeeld is de vereiste voorafgaande goedkeuring door de FSMA van elke promotionele communicatie en andere documenten die gebonden zijn aan een openbaar bod, een vereiste die veel verder gaat dan de prospectusrichtlijn en nergens anders bestaat. Dit is een dure en tijdrovende procedure.

Bijzonder belangrijk is het toepasselijke taalregime. Thans is het in België verplicht dat de volledige prospectus in de regionale taal wordt uitgegeven zelfs wanneer een bedrijf er enkel maar een operationele eenheid bezit. Dit brengt een onnodig zware last, kosten en vertraging mee. De Europese regels laten toe de prospectus in het Engels uit te geven, met lokale vertalingen wanneer men zich richt tot de lokale bevolking. Op te merken valt dat zelfs in Frankrijk geen dergelijke strenge taaleisen worden gesteld. Bovendien komen de grootste groep institutionele beleggers uit de Verenigde Staten.

Le droit des sociétés doit contenir les règles applicables à l'ensemble des sociétés, éventuellement différencierées selon leur taille. En revanche, ne peuvent y figurer: les règles spécifiques ne s'appliquant qu'aux sociétés cotées en bourse ou qui sont obligatoires en raison du lien avec les marchés financiers. Le droit financier doit, autant que faire se peut, être dissocié du droit des sociétés. L'interdépendance de ces deux types de règles dans le droit de sociétés ne fait que complexifier cette matière. La réglementation financière doit, quant à elle, rassembler tous les aspects spécifiques relatifs aux sociétés cotées en bourse.

— *éviter la surenchère réglementaire*

En matière de droit financier, il faut certainement se garder de rajouter des couches de réglementation nationale. Actuellement, il est incontestable qu'il existe, en Belgique, encore trop de règles qui se superposent aux règles européennes. Cette situation serait encore plus ou moins acceptable si ces règles supplémentaires s'appliquaient de la même manière à toutes les sociétés, mais ce n'est pas le cas.

Citons l'exemple des règles de prospectus. Au niveau européen et dans d'autres pays, le prospectus est obligatoire dès l'émission de valeurs mobilières à hauteur de 5 millions d'euros, mais en Belgique, le seuil est fixé à 100 000 euros. La conséquence est que de nombreuses entreprises qui pourraient opérer sur notre marché préfèrent émigrer vers des places boursières étrangères.

Un autre exemple est la condition selon laquelle toute communication promotionnelle et les autres documents liés à une offre publique sont soumis à l'approbation préalable de la FSMA, une condition qui va bien au-delà de la directive sur les prospectus et qui n'existe nulle part ailleurs. Il s'agit d'une procédure coûteuse et fastidieuse.

Un point particulièrement important est le régime linguistique applicable. Aujourd'hui, la Belgique impose que le prospectus soit intégralement émis dans la langue de la région, même lorsque l'entreprise n'y possède qu'une unité opérationnelle. Cette obligation occasionne une charge, des frais et un retard inutiles. Les règles européennes permettent de ne publier le prospectus qu'en anglais, avec des traductions locales lorsque l'entreprise s'adresse à la population locale. À noter que même la France n'impose pas des conditions linguistiques aussi strictes. En outre, le principal groupe d'investisseurs institutionnels est américain.

Een ander element is dat de Europese regelgeving enkel van toepassing kan zijn op gereglementeerde markten. Het is aangewezen dat voor de niet-gereglementeerde markten een bepaalde soepelheid zou behouden blijven (Alternext, vrije markt, expert markt) zowel op reglementair als fiscaal gebied.

De publicatieverplichtingen zouden aan de moderne communicatiemiddelen (internet, e-mail, ...) moeten worden aangepast met het oog op de grootst mogelijke bereikbaarheid van het publiek.

De invoering van de financiële transactietaks (FTT) hangt als een zwaard van Damocles boven de financiële markten. Het ligt voor de hand dat zij in geval van invoering ervan zullen uitwijken naar andere landen.

— *vereenvoudiging van terminologie*

Het Wetboek van vennootschappen kent op dit ogenblik verschillende relatief gelijksoortige concepten met evenwel verschillende juridische consequenties. Dit dient te worden vereenvoudigd.

Zo wordt In het Wetboek van vennootschappen best alleen gesproken van genoteerde vennootschappen als begrip. Het geniet de voorkeur de overige aspecten onder te brengen bij het financieel recht.

Het concept van de vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of gedaan heeft wordt best vervangen door het concept van de genoteerde vennootschap dat beperkt blijft tot die vennootschappen waarvan de aandelen verhandeld worden op een gereglementeerde markt.

— *code van financieel recht*

Het Belgisch financieel recht dat nu is verspreid over verschillende wetteksten, koninklijk besluiten, FSMA-circulaires, enz. dient te worden gebundeld in één code van financieel recht duidelijk onderscheiden van het Wetboek van vennootschappen.

## II. — GEDACHTEWISSELING

*De heer Vincent Scourneau (MR)* verwijst naar de vaststelling dat een fiscale maatregel onmiddellijk invloed heeft op het aantal transacties op de beurs. Hij vraagt of de invoering van een speculatietaks, in het kader van de tax shift, op significante wijze het aantal transacties zou kunnen beïnvloeden. En zou het verlies aan fiscale inkomsten (door een afname van de

Un autre élément est que la réglementation européenne ne peut s'appliquer qu'aux marchés réglementés. Il s'indique de conserver une certaine souplesse pour les marchés non réglementés (Alternext, Marché libre, marché expert), tant au plan réglementaire qu'au plan fiscal.

Les obligations de publication devraient être adaptées aux moyens de communication modernes (Internet, courrier électronique, etc.) en vue d'atteindre un public le plus large possible.

L'instauration de la taxe sur les transactions financières (TTF) plane comme une épée de Damoclès sur les marchés financiers. Nul doute que ceux-ci émigreront vers d'autres pays si elle est mise en œuvre.

— *simplifier la terminologie*

À l'heure actuelle, le Code des sociétés connaît différents concepts relativement similaires ayant toutefois des conséquences juridiques différentes. Il faut simplifier tout cela.

Ainsi, mieux vaut n'utiliser, dans le Code, que le vocable de 'sociétés cotées'. Il serait préférable de rassembler les autres aspects dans le droit financier.

Le concept de société qui fait ou a fait publiquement appel à l'épargne devrait être remplacé par le concept de société cotée, qui reste limité aux sociétés dont les actions sont négociées sur un marché réglementé.

— *code de droit financier*

Le droit financier belge qui se répartit actuellement entre plusieurs textes légaux, arrêtés royaux, circulaires FSMA, etc. doit être rassemblé en un seul code du droit financier, à distinguer clairement du Code des sociétés.

## II. — ÉCHANGE DE VUES

*M. Vincent Scourneau (MR)* renvoie au constat qu'une mesure fiscale a un effet immédiat sur le nombre de transactions en Bourse. Il demande si l'instauration d'une taxe sur la spéculation, dans le cadre du tax shift, pourrait influencer de manière significative le nombre de transactions. La perte de recettes fiscales qui en découlerait (en raison d'une diminution du produit de

taks op beursverrichtingen) als gevolg hiervan, kunnen worden gecompenseerd door de opbrengst van de speculatietaaks?

*De heer Vincent Van Dessel (Euronext)* verwijst in dit verband naar een analyse die Euronext heeft gemaakt van de gevolgen van de invoering van de speculatietaaks.

De conclusie is dat voor de ondernemingen van het zogenaamde A-segment (beurswaarde van meer dan één miljard euro) er quasi geen effect zal zijn. Voor de ondernemingen van het B-segment (beurswaarde tussen 150 miljoen en één miljard euro) wordt een structurele afname met 24 % van het volume verwacht. De ondernemingen van het C-segment (genoteerde ondernemingen beneden de 150 miljoen euro beurswaarde op de geregelteerde markt) zullen met een vermindering van 35 % worden geconfronteerd. Voor Alternext bedraagt de afname 60 % en voor de vrije markt 70 %. Bij de derivatenmarkt zal de afname 60 % bedragen en voor de markt der warrants zal het om 100 % gaan (dit komt dus neer op een volledige verdwijning van deze markt).

In Nederland dat een meer institutionele en ook meer professionele markt kent, zijn veel traders actief. Zij werken niet in een omgeving zoals hier met veel particuliere investeerders die graag een keuze hebben uit een gediversifieerd aanbod van verschillende producten, die zorgen voor liquiditeit en vooral voor kleinere aandelen belangstelling tonen.

De speculatietaaks zal ertoe leiden dat lokale investeerders zich uit de markt zullen terugtrekken waarbij enkel nog grote internationale investeerders overblijven. Die laatste stellen immers weinig belang in kleinere aandelen of volumes.

Een gevolg van de speculatietaaks is ook dat een deel van de beleggers hun titels langer dan zes maanden zullen bewaren of nauwelijks nog transacties zullen uitvoeren. De opbrengst van de taks zal hierdoor quasi nihil zijn.

Voor een bepaald type bedrijven zoals die uit de biotech-sector, bestaat het risico dat er geen openbare biedingen meer zullen plaatshebben. In deze sector heeft 10 à 60 % van de transacties plaats binnen de 15 dagen na een openbaar bod. Niemand zal nog binnen de zes maanden transacties verrichten omdat de winst erop te zwaar zal worden belast.

Van de derivaten- en optiemarkt valt ook te verwachten dat zij zal ineenstorten (tachtig percent van de open contracten worden op één maand aangegaan). Vermits de particulier niet meer actief zal zijn op de optiemarkt,

la taxe sur les opérations boursières) pourrait-elle par ailleurs être compensée par les recettes de la taxe sur la spéculation?

*M. Vincent Van Dessel (Euronext)* renvoie, à cet égard, à une analyse des conséquences de l'instauration de la taxe sur la spéculation, réalisée par Euronext.

Selon les conclusions de cette étude, pour les entreprises du segment A (valeur boursière dépassant un milliard d'euros), l'effet serait quasiment nul. Pour les entreprises du segment B (valeur boursière entre 150 millions et un milliard d'euros), on peut s'attendre à une réduction structurelle de 24 % du volume. Les entreprises du segment C (entreprises d'une valeur boursière inférieure à 150 millions d'euros cotées sur le marché réglementé) seront confrontées à une réduction de 35 %. Pour Alternext, la diminution sera de 60 % et pour le Marché libre, de 70 %. Pour les marchés de produits dérivés, la réduction s'élèvera à 60 % et pour le marché des Warrants, elle sera de 100 % (c'est-à-dire une disparition complète de ce marché).

Les Pays-Bas, où le marché est plus institutionnel et plus professionnel, comptent un grand nombre de traders. Ils ne travaillent pas dans un environnement comme le nôtre, avec beaucoup d'investisseurs particuliers qui aiment avoir le choix entre une offre diversifiée de produits, qui génèrent des liquidités et, surtout, s'intéressent à des actions de moindre valeur.

La taxe de spéculation fera en sorte que les investisseurs locaux se retireront si bien que seuls les grands investisseurs internationaux subsisteront. Ces derniers ne sont en effet guère intéressés par les petites actions ou petits volumes.

Par suite de la taxe de spéculation, une partie des investisseurs conserveront leurs titres pendant plus de six mois ou n'effectueront quasi plus de transactions. Il s'ensuit que le produit de la taxe sera quasi nul.

Pour un certain type d'entreprises, telles que les sociétés du secteur de la biotechnologie, le risque existe qu'il n'y ait plus d'offres publiques. Dans ce secteur, 10 à 60 % des transactions s'effectuent dans les quinze jours d'une offre publique. Plus personne n'effectuera de transactions dans les six mois, dès lors que le bénéfice sera trop lourdement taxé.

On s'attend également à ce que le marché des dérivés et des options s'effondre (80 % des contrats ouverts sont conclus pour un mois). Étant donné que le particulier ne sera plus actif sur le marché des options,

zal de Duitse *Eurex Market* deze handel wellicht overnemen. Om deze markt toch enigszins te kunnen redden als gevolg van de invoering van de speculatietaks, ziet de heer Van Dessel als enige oplossing de overdracht van de Belgische optiemarkt naar Amsterdam.

Om van de nood een deugd te maken, zou de taks tot een positieve maatregel kunnen worden omgebogen door voor de kleine of middelgrote ondernemingen een uitzondering op de toepassing ervan te voorzien. Het lokale economische weefsel wordt aldus versterkt omdat investeerders worden aangemoedigd veeleer in plaatselijke ondernemingen te investeren. De invoering van een uitzonderingsmaatregel wordt op die manier een ware *incentive*. In Frankrijk is men ook op die manier tewerk gegaan.

\*  
\* \* \*

*De heer David Clarinval (MR)* vraagt om toelichting bij het gegeven dat heel wat familiale bedrijven de stap naar de beurs niet zetten of ze soms zelfs terug verlaten. Wat zijn de dieper liggende oorzaken hiervan?

*De heer Vincent Van Dessel (Euronext)* benadrukt dat het publieke aspect van een beursnotering niet mag worden onderschat. Een onderneming komt daardoor als het ware terecht in een hogere speeldivisie en wordt onderworpen aan een hele reeks regels inzake *corporate governance* en transparantie.

Daar komt nog bij dat de regelgeving voor de geregelde markt steeds zwaarder is geworden. Maar de voordelen van een beursnotering zijn niet in gelijke mate toegenomen. De liquiditeit van de markten is wel toegenomen dankzij Euronext.

Het mogelijk verlies van de controle over het bedrijf is ook een vrees dieleeft en de beursgang afremt. Het is fundamenteel dat investeerders weten waar ze aan toe zijn.

De beurs laat toe dat ondernemingen zeer sterk kunnen groeien en zelfs doorstoten tot de top van de wereldbedrijven. Dit heeft een gunstige invloed op de economie van België en de werkgelegenheid en plaatst de politieke wereld dan ook voor zijn verantwoordelijkheid om hen in België te houden.

\*  
\* \* \*

*L'Eurex Market* allemand reprendra probablement ce commerce. La seule solution que M. Van Dessel entrevoit pour sauver en quelque sorte ce marché à la suite de l'instauration de la taxe de spéculation est le transfert du marché belge des options vers Amsterdam.

Nécessité faisant loi, la taxe pourrait être convertie en une mesure positive s'il était prévu d'exempter les petites et moyennes entreprises de son application. Le tissu économique local sera ainsi renforcé, les investisseurs étant encouragés à plutôt investir dans les entreprises locales. Dans ces conditions, l'instauration d'une mesure d'exception devient un véritable stimulant. Il a également été procédé de la sorte en France.

\*  
\* \* \*

*M. David Clarinval (MR)* demande des précisions concernant le fait que de nombreuses entreprises familiales n'entrent pas en bourse ou la quittent même quelquefois. Quelles sont les causes profondes de cette situation?

*M. Vincent Van Dessel (Euronext)* souligne qu'il ne faut pas sous-estimer l'aspect public de la cotation en Bourse et que celle-ci fait passer les entreprises, en quelque sorte, dans une division supérieure, et les soumet à de nombreuses règles en matière de gouvernance d'entreprise et de transparence.

Il convient d'ajouter à ce qui précède que la réglementation relative au marché réglementé s'est constamment alourdie tandis que les avantages de la notation en Bourse n'ont pas évolué au même rythme. Cependant, la liquidité des marchés a bien augmenté grâce à Euronext.

La perte éventuelle du contrôle des entreprises est une autre crainte qui existe et qui freine la mise en Bourse. Il est fondamental que les investisseurs sachent à quoi s'en tenir.

La Bourse permet aux entreprises de croître très fortement, voire d'atteindre le sommet des entreprises mondiales. Elle influence favorablement l'économie de la Belgique, ainsi que l'emploi, et cette réalité place dès lors le monde politique face à ses responsabilités quant au maintien des entreprises en Belgique.

\*  
\* \* \*

*Mevrouw Muriel Gerkens (Ecolo-Groen)* stelt vast dat de heer Van Dessel de beursactiviteiten als onmisbaar voor economische groei bestempelt. Niettemin rijst ook de vraag wat de specifieke voordelen zijn van de aanwezigheid van een groot internationaal bedrijf, zoals bijvoorbeeld AB-Inbev, in België. De leiders van het bedrijf genieten van aanzienlijke vergoedingen en veel van de omzet en werkgelegenheid situeren zich in het buitenland.

De spreekster is van oordeel dat vooral investeringen op lange termijn moeten worden aangemoedigd.

Hoe groot is het aandeel van de particuliere investeerders op de beurs en wat vertegenwoordigt dit in verhouding tot de grote massa niet-geïnvesteerde spaargelden in België.

*De heer Vincent Van Dessel (Euronext)* erkent dat bedrijven die uitgroeien tot multinationale ondermengen dikwijls overgaan tot herstructureringen maar wijst ook op het belang van de aanwezigheid van hun zetel op het nationaal grondgebied. Dit is niet alleen een beslissingscentrum maar omvat meestal ook nog productie-eenheden. Bovendien brengt de aanwezigheid van de zetel ook veel randactiviteiten mee voor advocaten- en accountantskantoren, consultants, allerlei onderaannemers e.d. Uit diverse studies en analyses is duidelijk gebleken dat de genoteerde bedrijven in de eerste plaats grote economische groei, werkgelegenheid en innovatie genereren.

De overheid stimuleert in België wel het beginnend ondernemerschap met allerlei maatregelen maar eens de onderneming in een volgende fase terechtkomt wordt zij niet meer gesteund, maar, integendeel, bedolven onder allerlei verplichtingen en lasten. De laatste jaren zijn er van regeringswege nauwelijks *incentives* geweest om te investeren in beloftevolle bedrijven.

*Mme Muriel Gerkens (Ecolo-Groen)* constate que M. Van Dessel estime que l'activité de la Bourse est indispensable pour la croissance économique. On peut toutefois aussi se poser la question des avantages spécifiques liés à la présence d'une grande entreprise internationale comme AB-Inbev en Belgique. Les dirigeants de cette entreprise bénéficient de rémunérations considérables tandis qu'une grande partie du chiffre d'affaires et de l'emploi de cette entreprise se situe à l'étranger.

L'intervenant estime qu'il convient d'encourager les investissements à long terme.

Quelle est la part des investisseurs particuliers à la Bourse et que représente-t-elle par rapport au volume important de l'épargne non investie en Belgique?

*M. Vincent Van Dessel (Euronext)* reconnaît que les entreprises qui se développent et deviennent des multinationales procèdent souvent à des restructurations, mais il souligne également l'importance de la présence de leur siège sur le territoire national. Il ne s'agit pas seulement d'un centre de décision mais il comprend généralement aussi des unités de production. La présence du siège est en outre une source de nombreuses activités périphériques pour des cabinets d'avocats et d'expertise comptable, des consultants, et toutes sortes de sous-traitants, etc. Il est clairement ressorti de diverses études et analyses que les entreprises cotées génèrent en premier lieu et de façon considérable de la croissance économique, de l'emploi et des innovations.

S'il est vrai qu'en Belgique, les pouvoirs publics prennent toutes sortes de mesures pour stimuler les jeunes entreprises, celles-ci ne sont plus soutenues lorsqu'elles accèdent à un stade ultérieur de leur développement, mais au contraire, accablées d'obligations et de charges diverses. Au cours des dernières années, le gouvernement n'a guère pris de mesures incitant à investir dans des entreprises prometteuses.

De rol van de beurs in de financiering zal toenemen omdat de banken en de verzekeringsmaatschappijen aan steeds dwingender kapitaal- en financieringsvereisten worden onderworpen. De Solvency II richtlijn heeft bijvoorbeeld geleid tot een volledige terugtrekking van de beurs van de grote verzekeringsmaatschappijen. Hun situatie wordt onhoudbaar omdat zij zelf te weinig interest op beleggingen krijgen maar zij daarentegen contractueel en wettelijk opgelegde rentevoeten moeten uitkeren.

*De rapporteur,*

Muriel GERKENS

*De voorzitter,*

David CLARINVAL

La bourse va jouer un rôle plus important dans le financement, dès lors les banques et les compagnies d'assurances sont soumises à des exigences de plus en plus contraignantes en matière de capital et de financement. La directive "Solvabilité II" a, par exemple, eu pour effet que les grandes compagnies d'assurances se sont retirées complètement de la bourse. Leur situation devient intenable parce qu'elles n'obtiennent pas suffisamment d'intérêts sur les investissements mais doivent, par contre, verser des intérêts imposés contractuellement et légalement.

*La rapporteuse,*

Muriel GERKENS

*Le président,*

David CLARINVAL

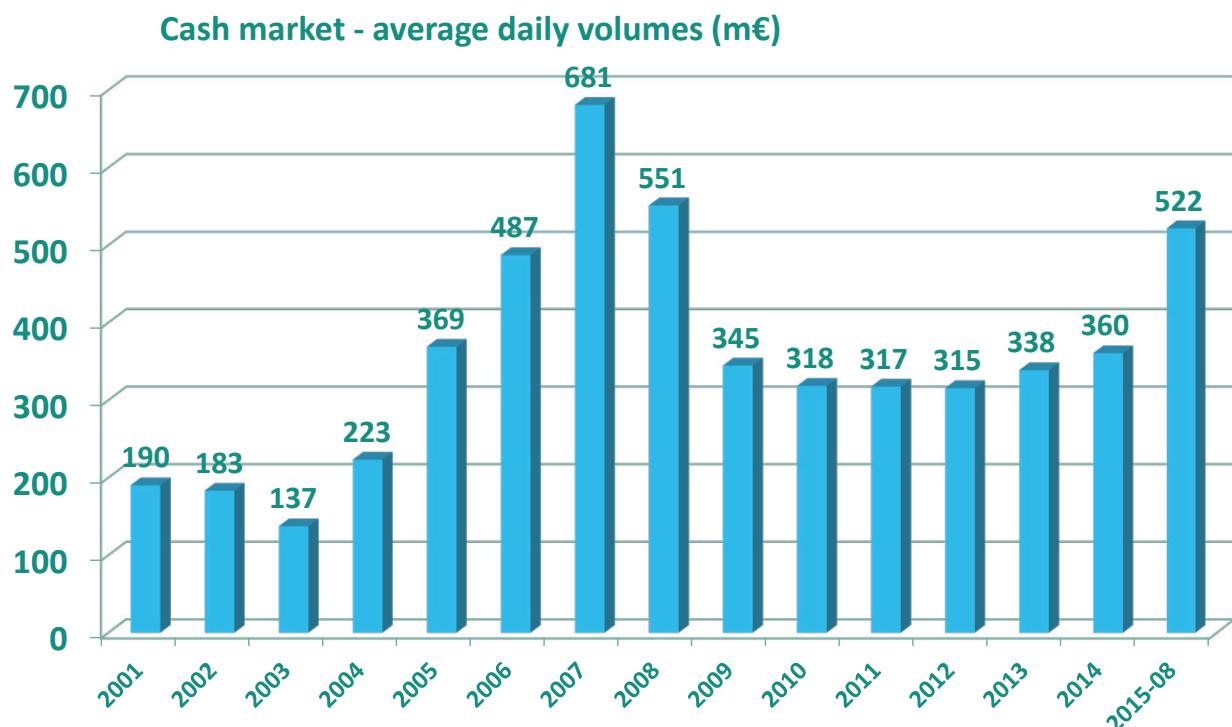
**BIJLAGE**

**Uittreksel van de presentatie van de heer  
Van Dessel (grafieken, diagrammen en tabellen)**

**ANNEXE**

**Extrait de la présentation de M. Van Dessel  
(graphiques, diagrammes et tableaux)**

## EQUITY MARKET DAILY VOLUMES IN M€

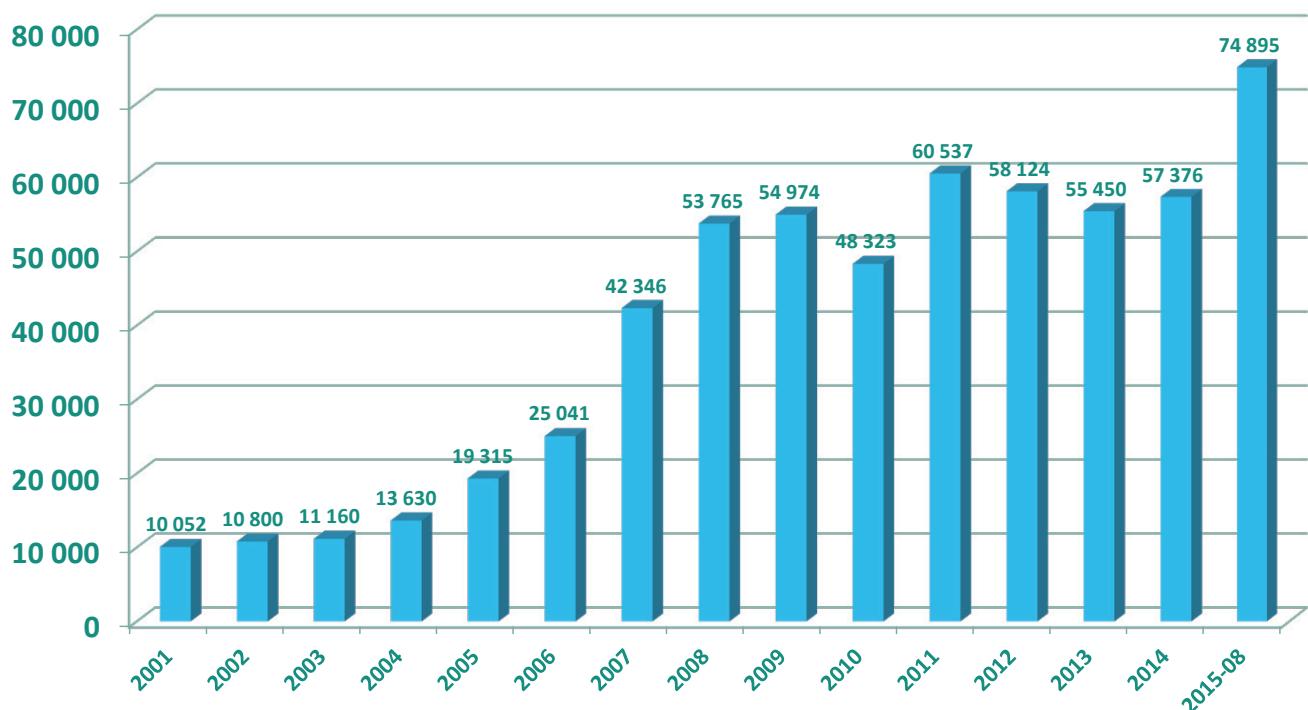


January 12, 2016

1

## DAILY NUMBER OF TRADES IN BRUSSELS

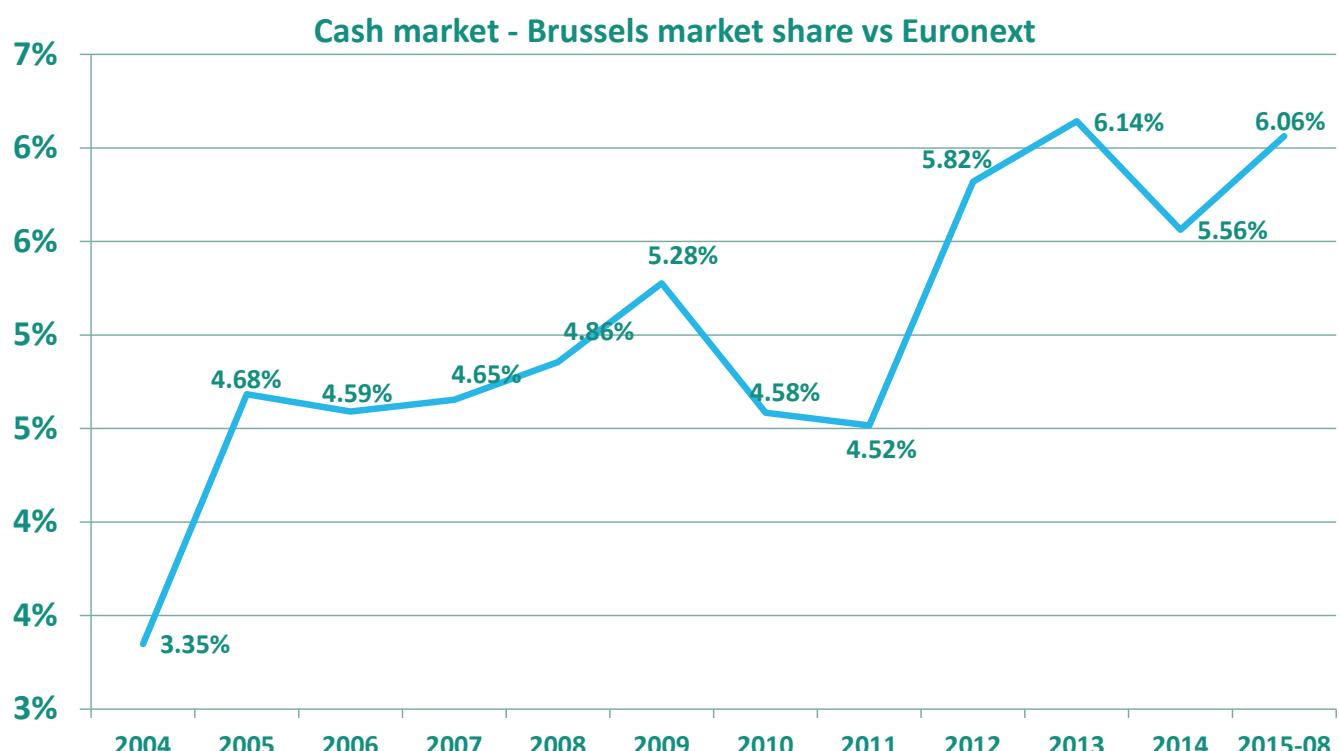
Cash market - average daily number of trades



January 12, 2016

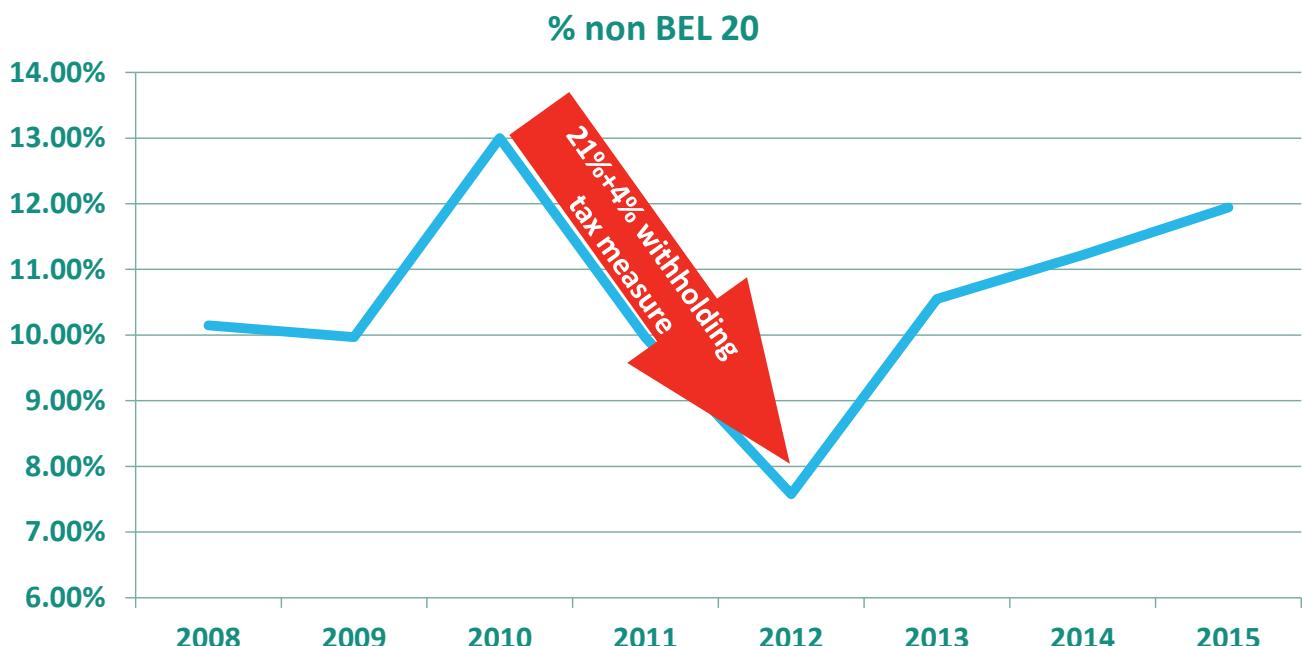
2

## MARKET SHARE BRUSSELS VS EURONEXT



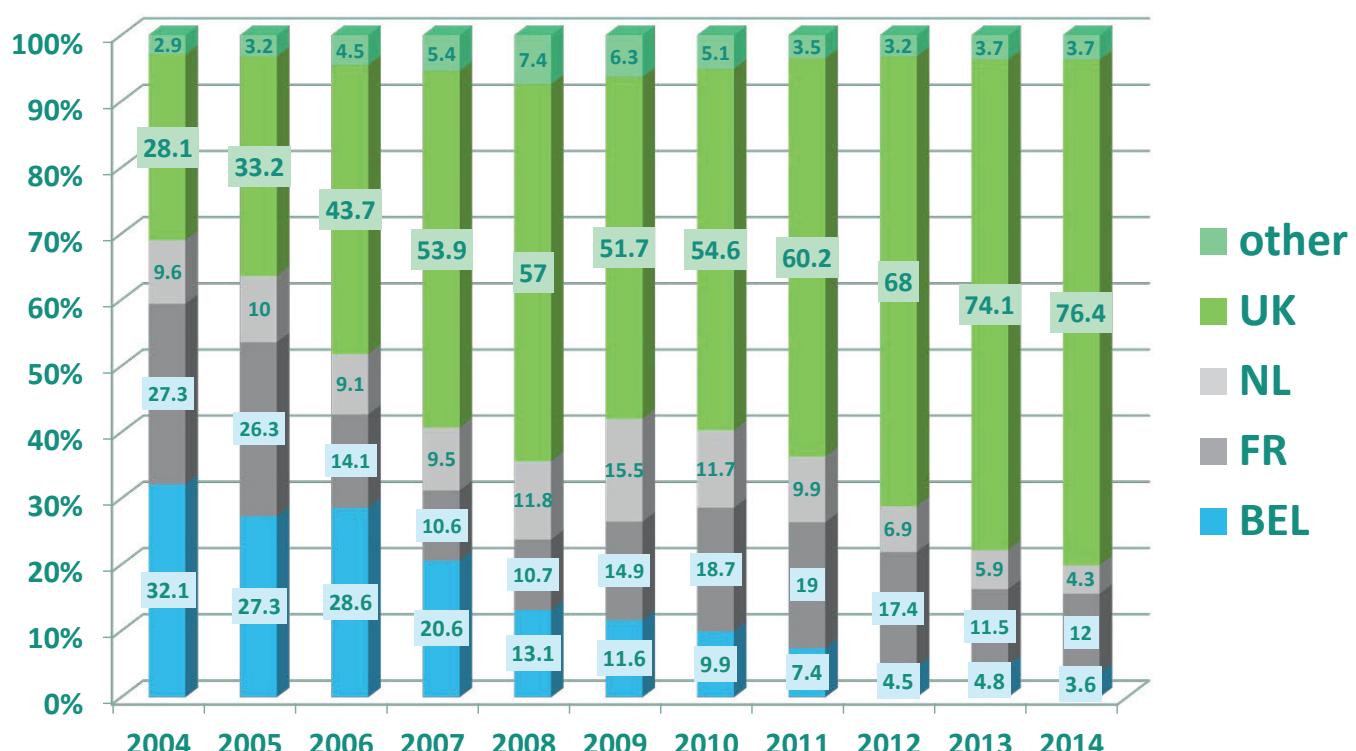
January 12, 2016 3

## NON BEL 20 MARKET SHARE IN VOLUMES (BEFORE THE SMALL INVESTORS TAX)



4

## ANGLO-SAXON BROKERS DOMINATE THE MARKETS



➔ Belgian brokers represent less than 5 % of the volumes traded in Brussels



# EURONEXT VERSUS ALTERNEXT (SHARES)

## MARKET AND LISTING REQUIREMENTS

		Euronext (Regulated Market)	Alternext (MTF)		
Listing Requirements	Nature of the Market	Regulated	Multilateral Trading Facility (Exchange Regulated in France)		
	Company profile	Large and mid caps	Family business, growth companies, educated investors		
	Financials	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Three years financial statements</li> <li>• Latest audited interim financial statements, if admitted more than 9 months after closing</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• At least two years financial statements</li> <li>• Latest audited interim financial statements, if admitted more than 9 months after closing</li> </ul>	
	Accounting Standards	IFRS mandatory	Local GAAP (IFRS not mandatory)		
	Nature of the transaction	Public Offer or Direct Listing (following private placement or secondary listing)		Public Offer	Private Placement
	Minimum of securities distributed to the public	Minimum of 25% of share capital or 5% if this represents at least € 5 million		€2.5 million	€2.5 million in the year before (min. 3 investors) Evidence that €2.5 million is in public hands
	Document requirements	Prospectus (National differences)		Prospectus (National differences)	Information Document
	Regulator approval	Mandatory		Mandatory	Not applicable
	Listings Agent/Sponsor	Listings Agent		Listings Sponsor	



## EURONEXT VERSUS ALTERNEXT (SHARES)

### ONGOING OBLIGATIONS

		Euronext (RM)	Alternext (MTF)
Ongoing obligations	Periodic reporting	<p>Based on EU Transparency Directive:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Annual accounts</li> <li>• Half year accounts</li> <li>• Quarterly accounts (only applicable in NL and PT; no longer in France and Belgium)</li> </ul>	<p>Based on Alternext rules (Paris and Lisbon) or a Royal Decree (Brussels):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Annual accounts</li> <li>• Half year accounts</li> </ul>
	Price sensitive information (EU Market Abuse Directive)	Yes	Yes
	Declaration of management transactions	Yes	Yes
	EU Takeover Directive	Yes	No (Paris and Lisbon) Yes (Brussels)
	Declarations of interests / threshold	<p>Multiple threshold declarations Multiples of 3-5% of voting rights with national differences</p>	<p>Limited number of threshold declarations of voting rights With some national differences</p>
	Secondary issuance	Prospectus	Prospectus for public offerings; Info memorandum for private placements
	Exemptions for secondary issuances	If less than 10% of outstanding shares no prospectus required for admission to a RM (PD exemption)	No exemptions

# EURONEXT VERSUS ALTERNEXT (SHARES)

## MAIN DIFFERENCES FOR ISSUERS OF EQUITY SECURITIES

### Euronext (RM)

- Prospectus required at all times, including secondary issuance (with current Prospectus Directive exemption)
- IFRS accounting standards (or equivalent) required
- Listing agent only required at first listing
- Ongoing periodic obligations governed by the EU Transparency Directive
- Corporate governance soft and hard Law
  - Transparency of remuneration
  - Women quota
  - ...

VS

### Alternext (MTF)

- Prospectus required only in case of public offer. Private placement or direct listing only requires an Information Document
- Local GAAP allowed
- Ongoing requirement to have a Listing Sponsor
- Ongoing periodic obligations governed by Alternext rules (Paris & Lisbon) or by a Royal Decree (Brussels)
- For secondary issuance, prospectus required for public offer
- No corporate governance obligations



8

## EU PROSPECTUS REGIME

### NATIONAL DIFFERENCES

	Prospectus thresholds Euronext RM	Prospectus thresholds Public Offer – Alternext (MTF)	Additional National Requirements
FR	€5m	€2.5m	Prospectus required for offers €100,000 representing more than 50% of the share capital of the issuer concerned
NL	€2.5m	€2.5m	N/A
BE	> €5m: EU Harmonised prospectus < €5m: Belgian prospectus	> €5m: EU Harmonised prospectus < €5m: Belgian prospectus	A prospectus regime is also required below 5m € regardless of the market (Rm or MTF)
PT	€5m	€5m	N/A