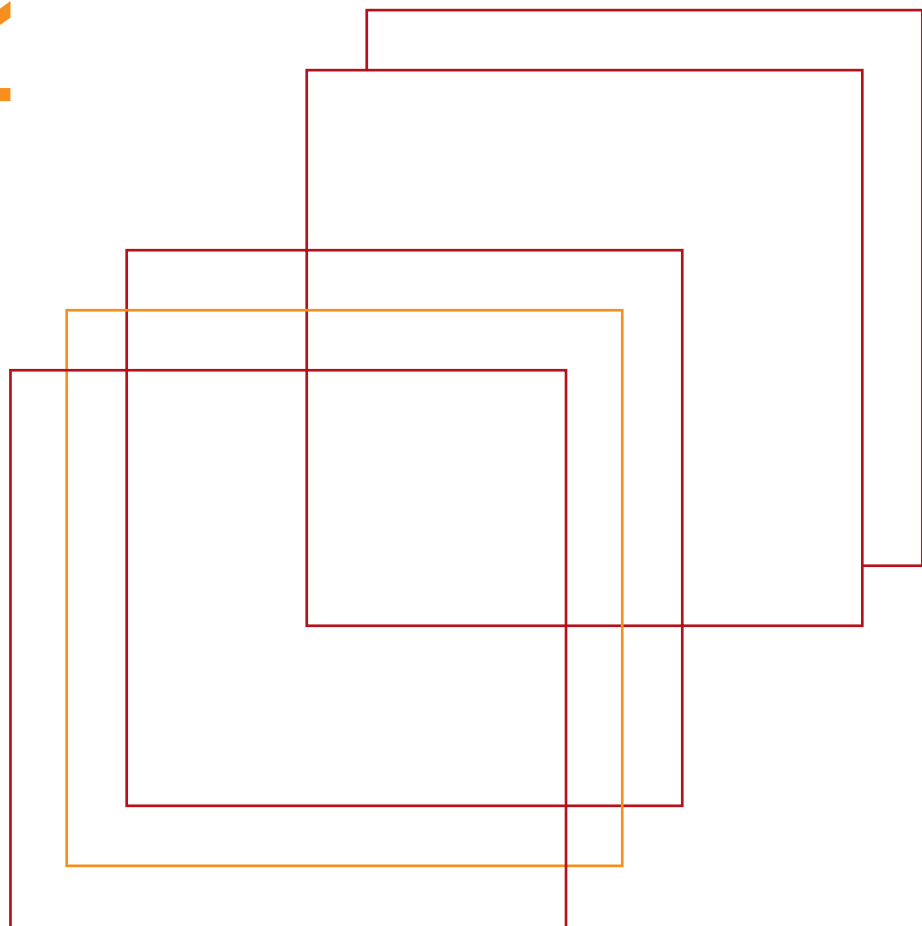


# Rapport 2005



Fonds des Rentes



Le rapport annuel du Fonds des Rentes peut être consulté sur son site internet :  
[www.fondsdesrentes.be](http://www.fondsdesrentes.be)

# Avant-propos

---

par Jean-Pierre Arnoldi, Président

Pour le marché financier belge, l'histoire se souviendra de l'année 2005 comme de l'année qui a ouvert la voie à la dématérialisation complète des valeurs mobilières en Belgique. La loi du 14 décembre 2005 prévoit la suppression, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2008, de l'émission de titres au porteur en Belgique. Tous les titres au porteur, qu'ils aient été émis en Belgique ou à l'étranger, devront être retirés de la circulation au plus tard le 31 décembre 2013 pour être convertis en titres nominatifs ou en titres dématérialisés. Cette évolution contraint également l'État, en tant qu'émetteur, à réexaminer sa stratégie d'émission. Existera-t-il encore à l'avenir un marché pour un produit taillé sur mesure pour l'investisseur privé tel que le bon d'État, pour lequel le titre au porteur a toujours été considéré comme un atout ; l'investisseur privé se dirigera-t-il progressivement vers les obligations linéaires ou, a contrario, se désintéressera-t-il petit à petit des obligations d'État avec l'abandon des titres au porteur ? Les choix stratégiques que fera l'État en la matière peuvent être lourds de conséquences pour la structure et le fonctionnement du marché boursier des fonds publics et dès lors également pour la mission de régularisation du marché qu'exerce le Fonds des Rentes.

Afin de stimuler l'intérêt du grand public pour les obligations linéaires, leur négociation sur Euronext Brussels a été transférée au début d'avril 2005 du segment du fixing vers le segment continu. En dépit des progrès incontestables apportés en matière de liquidité, de transparence des prix et d'accessibilité du marché, l'intérêt tant des investisseurs privés que des institutionnels de taille moyenne n'a pas répondu aux attentes. Euronext Brussels, le Trésor et le Fonds des Rentes examinent, en étroite collaboration avec les apporteurs de liquidité concernés et certains participants au marché, les actions qui peuvent être entreprises afin de donner un nouvel élan à ce segment. Dans ce contexte, l'initiative de l'Agence France Trésor a retenu l'attention. Celle-ci vise à rendre le marché français des obligations d'État cotées sur Euronext Paris, dont les performances sont modestes, plus attractif aux yeux des investisseurs privés, en particulier en recourant également à un certain nombre de « Spécialistes en Valeurs du Trésor », c.-à-d. les primary dealers français, en tant qu'apporteur de liquidité sur le marché continu.

La directive européenne MiFID sur les marchés d'instruments financiers, dont l'entrée en vigueur aurait lieu dans le courant de 2007, aura une incidence plus forte qu'initialement prévu sur le marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie, contrôlé par le Fonds des Rentes. Les plates-formes de négociation électroniques (MTF) seront globalement soumises aux mêmes règles et obligations que les marchés réglementés et se verront octroyer un statut comparable au leur. Parallèlement, les MTF ne pourraient plus faire partie d'un marché réglementé. L'application de cette réforme peut exercer une influence importante sur le champ d'action du marché hors bourse réglementé auquel s'étend le contrôle du Fonds des Rentes. Le Fonds des Rentes suit dès lors attentivement le dossier MiFID et analyse comment préserver au mieux l'intégrité du marché des fonds publics belge. Le présent rapport annuel accorde une attention particulière à cette question.

# Comité du Fonds des Rentes

---

Composition au 31 décembre 2005

- PRÉSIDENT : **Jean-Pierre ARNOLDI**,  
Administrateur général de l'Administration de la Trésorerie.
- MEMBRES : **Jan SMETS**,  
Directeur de la Banque nationale de Belgique.
- Jean HILGERS**,  
Directeur-Trésorier de la Banque nationale de Belgique.
- Omer VAN DRIESSCHE**,  
Auditeur général des Finances à l'Administration de la Trésorerie.
- Serge BERTHOLOMÉ**,  
Premier conseiller de la Direction à la Banque nationale de Belgique.
- Ingrid VAN HERZELE**,  
Directeur à l'Administration de la Trésorerie.
- SECRÉTAIRE : **Ann Marie VAN DE KERKHOVE**,  
Attaché des Finances à l'Administration de la Trésorerie.
- DÉLÉGUÉ : **Herwig SMISSAERT**,  
Inspecteur général à la Banque nationale de Belgique.

# Table des matières

---

AVANT-PROPOS	5
COMITÉ DU FONDS DES RENTES	7
1. MARCHÉS SECONDAIRES DES FONDS PUBLICS	11
1.1 Évolution des taux d'intérêt	11
1.2 Aspects structurels	13
1.3 Le marché centralisé en bourse	15
1.4 Le marché hors bourse réglementé par le Fonds des Rentes	17
2. SURVEILLANCE ET RÉGLEMENTATION	23
2.1 Le Fonds des Rentes en tant qu'entreprise de marché du marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie	23
2.2 Le Fonds des Rentes en tant qu'autorité chargée de la surveillance des teneurs de comptes de titres dématérialisés de la dette publique	31
3. COMPTES ANNUELS	33
3.1 Évolution des principaux postes du bilan du Fonds des Rentes	36
3.2 Fluctuations du portefeuille de fonds publics	39
3.3 Résultats	40
ANNEXE STATISTIQUE	45
LISTE DES ABRÉVIATIONS	49
SIGNES CONVENTIONNELS	51

## REMARQUE PRÉLIMINAIRE

Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, en raison des arrondis.

# 1. Marchés secondaires des fonds publics

---

## 1.1 ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT

L'économie mondiale a poursuivi sa vive expansion en 2005, à un rythme néanmoins légèrement plus modéré qu'en 2004, qui avait été une année exceptionnelle. Ce sont à nouveau principalement les États-Unis et les économies émergentes d'Asie, en particulier la Chine, qui ont été les moteurs de cette évolution. Le Japon est quant à lui parvenu à consolider le redressement de son économie. Dans la zone euro, la croissance est en moyenne demeurée relativement faible, mais elle s'est graduellement accélérée au cours de l'année.

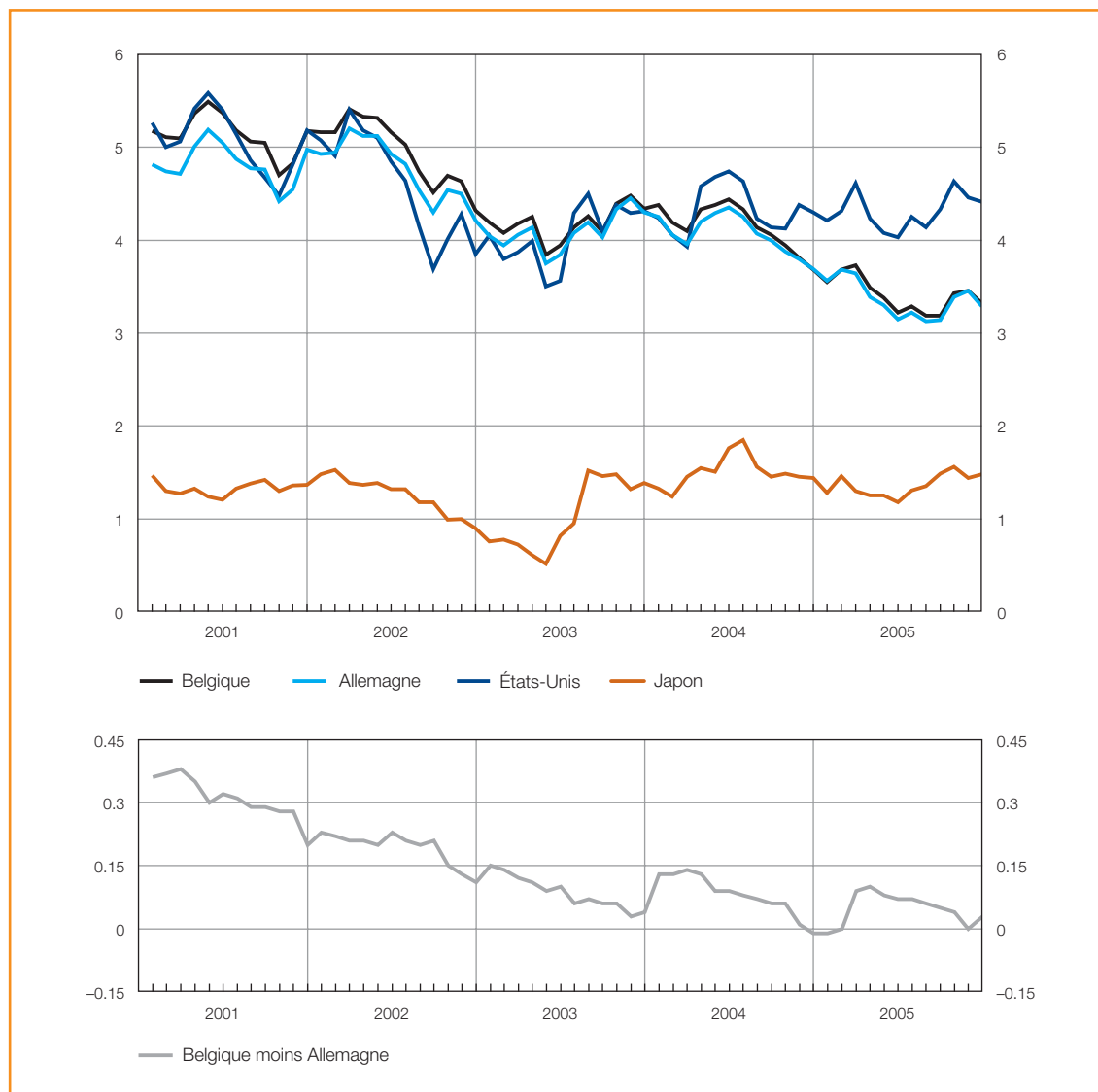
Aux États-Unis, le Federal Open Market Committee a progressivement relevé son taux directeur, qui est passé de 2,25 à 4,25 p.c. Dans la zone euro, la BCE a resserré sa politique monétaire le 1<sup>er</sup> décembre en relevant son taux de référence de 25 p.b., le portant ainsi à 2,25 p.c. Par ailleurs, la Banque du Japon a poursuivi sa politique d'octroi de liquidités abondantes à taux zéro. En octobre, elle a néanmoins annoncé que l'orientation de sa politique était susceptible de devenir moins accommodante dans le courant de l'année budgétaire 2006.

Les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et en Europe se sont dans un premier temps affichés en baisse, pour s'établir à quelque 4 p.c. aux États-Unis en juin et passer brièvement sous la barre des 3 p.c. en Allemagne en septembre. Ce recul faisait suite à des incertitudes sur les perspectives économiques et à l'inquiétude relative aux évolutions du marché des obligations privées, alimentées par des rumeurs concernant d'importantes pertes de certains fonds spéculatifs. Vers la fin de l'année, les rendements ont de nouveau monté et ont clôturé l'année à respectivement 4,39 p.c. et 3,28 p.c. grâce à des perspectives économiques plus favorables. En dépit de ce mouvement à la hausse enregistré à la fin de 2005, les rendements obligataires sont demeurés à un niveau historiquement bas. Ce phénomène mondial peut s'expliquer en partie par l'important excès d'épargne dans certains pays, par l'abondance de liquidités, une conséquence de la politique monétaire accommodante, et par la baisse des primes de risque liées à l'inflation en raison notamment de la crédibilité renforcée des banques centrales. De plus, l'intérêt des investisseurs pour des fonds publics sûrs et la demande accrue des compagnies d'assurance et des fonds de pension de placements à long terme sûrs ont contribué à maintenir les taux d'intérêt à long terme à un faible niveau. Les portefeuilles d'investissement des investisseurs institutionnels ont fortement progressé en raison de l'intérêt croissant des particuliers pour les produits d'assurance-vie et pour les deuxième et troisième piliers des systèmes de pension. Ils ont en outre réaménagé leurs portefeuilles en raison de l'introduction des nouvelles normes comptables internationales IAS/IFRS<sup>1</sup>, qui rendent beaucoup plus visibles les différences de durée entre actifs et passifs.

Aux États-Unis, par solde, le taux d'intérêt à long terme a légèrement augmenté (de 9 p.b.). En raison de la forte hausse du segment à court terme de la courbe des taux consécutivement aux relèvements des taux par la Réserve fédérale, la courbe des taux américaine s'est fortement aplanie.

<sup>1</sup> Les International Financial Reporting Standards (IFRS) sont les nouvelles normes applicables à la déclaration comptable des entreprises cotées, qui ont été édictées par l'International Accounting Standards Board (IASB). Elles remplacent partiellement les International Accounting Standards (IAS) précédentes, qui avaient été définies par l'ancien International Accounting Standards Committee (IASC).

GRAPHIQUE 1.1 TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME<sup>1</sup>  
(données à la fin de la période)



Sources : BNB et Fonds des Rentes.

<sup>1</sup> Taux de rendement bruts de l'emprunt de référence à 10 ans (ou « benchmark ») du secteur public sur le marché secondaire (voir annexe statistique, tableau S.3, p. 47). Chaque modification d'emprunt de référence peut donner lieu à une rupture dans le graphique étant donné qu'aucune correction n'est apportée pour l'allongement de la durée réelle qui se produit à ce moment.

En Europe, par solde, les rendements obligataires se sont infléchis, de 41 p.b. en Allemagne et de 37 p.b. en Belgique, si bien que la courbe des taux s'est elle aussi aplanie en Europe.

La différence moyenne de rendement entre les emprunts de référence à dix ans allemand et belge s'est établie à 8 p.b. en 2005, contre 12 p.b. l'année précédente. La réduction tendancielle, depuis le début de 2001, de cet écart peut s'expliquer par l'effet conjugué de la détérioration relative des finances publiques en Allemagne et du maintien des comptes publics à un niveau proche de l'équilibre en Belgique.



Au Japon, par solde les taux d'intérêt à long terme ont légèrement progressé (de 4 p.b.) en raison de l'opinion des opérateurs de marché selon laquelle la reprise de l'économie japonaise était durable et la fin de la politique japonaise d'octroi de liquidités abondantes approchait.

## 1.2 ASPECTS STRUCTURELS

### 1.2.1 DÉMATÉRIALISATION

Dans le cadre de l'accord sur la déclaration libératoire unique<sup>1</sup> de 2004, le gouvernement avait indiqué que les titres au porteur devaient progressivement disparaître.

À cet effet, la loi<sup>2</sup> portant suppression des titres au porteur prévoit en résumé :

- a) l'interdiction de nouvelles émissions de titres au porteur à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2008, les titres ne pouvant alors plus être émis que sous la forme nominative ou dématérialisée ;
- b) la conversion des titres au porteur existants soit en titres nominatifs, soit en titres dématérialisés, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2008 et au plus tard pour le 1<sup>er</sup> janvier 2014.

Le régime de conversion des titres au porteur est détaillé dans un encadré séparé<sup>3</sup>.

Afin d'éviter de devoir dématérialiser des bons d'État peu avant leur échéance finale, le Ministre des Finances a décidé de ne plus émettre de bons d'État à huit ans représentés par des titres au porteur à partir de 2006. Lors de l'émission de mars, seul un bon d'État à cinq ans a ainsi été émis.

### 1.2.2 TITRES SCINDÉS POUR PARTICULIERS

La loi du 5 décembre 2004<sup>4</sup> stipule que les particuliers pourront désormais également acquérir des obligations linéaires scindées, même si cette possibilité ne porte que sur les manteaux (appelés titres PO pour principal only) d'obligations linéaires scindées dont la première émission a eu lieu après le 1<sup>er</sup> janvier 2004.

La loi désigne la réglementation X/N comme le régime fiscal applicable à ces titres. Ainsi, l'investisseur particulier devra s'acquitter, lors de la vente ou de l'encaissement à l'échéance finale, du précompte mobilier sur une plus-value estimée forfaitairement. Cette dernière, qui peut différer de la plus-value effectivement réalisée, sera calculée de manière actuarielle à partir d'un rendement de référence qui s'appliquera pendant l'ensemble de la durée du titre concerné. Pour tous les titres scindés cotés, ce rendement sera fixé préalablement par arrêté royal sur proposition du Fonds des Rentes.

Après la publication des arrêtés d'exécution, actuellement en préparation, les titres en question seront cotés sur le marché boursier centralisé, ce qui leur assurera une liquidité adéquate.

<sup>1</sup> Voir le rapport annuel 2004, p. 11.

<sup>2</sup> Loi du 14 décembre 2005 portant suppression des titres au porteur (*Moniteur belge* du 23 décembre 2005).

<sup>3</sup> Voir encadré, p. 14.

<sup>4</sup> La loi du 5 décembre 2004 modifiant la loi du 6 août 1993 relative aux opérations sur certaines valeurs mobilières (*Moniteur belge* du 20 juin 2005).

## Dématérialisation des titres au porteur existants

### Régime transitoire

Pour les titres au porteurs émis avant le 1<sup>er</sup> janvier 2008, une procédure transitoire, étalée dans le temps, est prévue pour la dématérialisation :

- a) au 1<sup>er</sup> janvier 2008, les titres au porteur déjà inscrits en compte-titres sont convertis de plein droit en titres dématérialisés. À partir de cette date, la conversion automatique en titres dématérialisés s'applique aussi aux titres au porteur au fur et à mesure de leur inscription en compte-titres, par exemple à l'occasion d'une transaction en bourse (article 5 de la loi)<sup>1</sup>. La reconversion ultérieure en titres au porteur n'est plus possible ;
- b) au plus tard le 31 décembre 2012, les titulaires de titres au porteur émis après le 23 décembre 2005<sup>2</sup> et avant le 1<sup>er</sup> janvier 2008 et qui n'ont pas été convertis conformément à l'article 5, doivent demander leur conversion en titres nominatifs ou en titres dématérialisés (article 8 de la loi) ;
- c) au plus tard le 31 décembre 2013, les titulaires de titres au porteur émis avant le 23 décembre 2005 et qui n'ont pas été convertis conformément à l'article 5, doivent demander leur conversion en titres nominatifs ou en titres dématérialisés (article 7 de la loi) ;
- d) à l'expiration des délais prévus aux articles 7 et 8, les titres au porteur dont la conversion n'a pas été demandée sont convertis de plein droit en titres dématérialisés et sont inscrits en compte-titres par l'émetteur<sup>3</sup>.

À partir du 1<sup>er</sup> janvier 2015, les titres cotés sur un marché réglementé, tels les titres de la dette publique belge, dont le titulaire ne s'est pas fait connaître, sont vendus par l'émetteur sur un marché réglementé<sup>4</sup>. Les sommes résultant de la vente, sous déduction des frais encourus par l'émetteur, sont versés à la Caisse des dépôts et consignations jusqu'à ce qu'une personne ayant pu valablement établir sa qualité de titulaire en demande la restitution.

La personne qui demande la restitution des sommes issues de la vente est redevable d'une amende calculée par année de retard à partir du 31 décembre 2015<sup>5</sup>. Le montant de cette amende est, par année de retard, égale à 10 p.c. des sommes dont question.

1 Aucun frais ne peut être mis, directement ou indirectement, à charge du titulaire du compte en raison de la conversion de plein droit.

2 Date d'entrée en vigueur de la loi susmentionnée.

3 Jusqu'à ce que le titulaire se manifeste et obtienne l'inscription des titres en son nom, les titres convertis sont inscrits au nom de l'émetteur des titres.

4 Cette vente aura lieu à l'expiration du délai d'un mois après la publication, et endéans les trois mois suivant celle-ci, au Moniteur belge et dans deux organes de presse à diffusion nationale d'un avis invitant les titulaires à faire valoir leurs droits.

5 Toute année débutée est considérée comme pleine pour le calcul du montant de l'amende.

### 1.2.3 DIRECTIVE SUR LES MARCHÉS D'INSTRUMENTS FINANCIERS

La directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers<sup>1</sup> (MiFID) qui remplace la directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières<sup>2</sup> (ISD) a été discutée dans le rapport précédent. La transposition en droit national qui était prévue pour le 30 avril 2006 se ferait maintenant le 31 janvier 2007. La Commission européenne a annoncé que les entreprises d'investissement et les marchés financiers se verraient accorder un délai supplémentaire de neuf mois jusqu'au 30 octobre 2007 leur permettant de mettre leurs systèmes et infrastructures informatiques en adéquation avec la directive<sup>3</sup>.

Les implications de cette directive sont abordées dans le chapitre 2 du présent rapport.

### 1.2.4 RACHAT DE MTS SPA PAR EURONEXT ET BORSA ITALIANA

La société anonyme de droit belge MTS Belgium qui exploite la plate-forme électronique sur laquelle sont traités les OLO, les titres scindés et les certificats de trésorerie, avait été créée le 23 mars 2000<sup>4</sup>. Elle a été convertie en MTS Associated Markets (MTSAM) le 8 avril 2002 lors de l'élargissement de ses activités aux emprunts d'État finlandais. MTS Belgium et MTS Finland sont alors devenus des segments de marché de MTSAM. Le 4 novembre 2003, MTS Denmark a été créé au sein de MTSAM pour les fonds publics danois. L'actionariat de MTSAM comprend les principaux primary dealers des différents segments de marché ainsi que l'État belge et la société italienne MTS Spa comme actionnaires minoritaires.

Le 1<sup>er</sup> juillet 2005, une majorité d'actionnaires de cette dernière acceptait l'offre d'acquisition conjointe d'Euronext et de Borsa Italiana sur une participation de contrôle. Une augmentation de capital de 51 p.c. a été réservée exclusivement à Euronext et à Borsa Italiana. Par cette acquisition, ces bourses désirent devenir plus actives dans le segment des obligations.

## 1.3 LE MARCHÉ CENTRALISÉ EN BOURSE

Le Fonds des Rentes garantit la liquidité des bons d'État et des emprunts classiques sur le marché du fixing, principalement en faveur des personnes qui agissent en dehors du cadre d'une activité professionnelle. Le Fonds fixe un cours par jour et par emprunt. Lors de la fixation des cours, le Fonds se donne pour objectif de garantir un prix correct aux placeurs particuliers, eu égard aux caractéristiques propres de chaque emprunt. Au cours fixé, il se porte contrepartie pour l'excédent d'offre ou de demande, compte tenu d'une éventuelle réduction des ordres des professionnels<sup>5</sup>. Le cours d'un titre coté sur le marché du fixing est moins déterminé par l'offre et la demande sur ce marché spécifique que par l'évolution des cours sur le marché hors bourse des obligations linéaires.

<sup>1</sup> 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* L145 du 30 avril 2004). Voir le rapport annuel 2003, p. 12 et le rapport annuel 2004, p. 12 et 13.

<sup>2</sup> Directive 1993/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (*Journal officiel* L141 du 11 juin 1993).

<sup>3</sup> Directive de la Commission mettant en application la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 en ce qui concerne les obligations organisationnelles et les conditions opérationnelles des sociétés d'investissement et les échéances de la directive.

<sup>4</sup> Voir le rapport annuel 1999, p. 19 et 20 et le rapport annuel 2000, p. 17.

<sup>5</sup> Les règles du marché boursier des rentes prévoient en l'article 27 que le Fonds des Rentes dans le cadre de sa mission de régulateur, peut soumettre sans condition un ordre sur le marché du fixing à une exécution partielle en le réduisant jusqu'au plus petit des montants nominaux ci-après :  
– 125.000 euros pour les rentes libellées en euro ou cinq millions de francs belges pour les rentes libellées en franc belge ;  
– 1 pour mille du capital nominal en circulation de la rente considérée.

**TABEAU 1.1 VOLUME DES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ BOURSIER DES RENTES**

(valeur nominale en millions d'euros)

	Marché du fixing						Total (f) = (a) à (c) = (d) + (e)	Nombre de transactions (milliers) (g)	Marché continu (h)
	Titres achetés			Titres vendus					
	par les placeurs	à des fins d'amortis- sement <sup>1</sup>	par le Fonds des Rentes	par les placeurs	par le Fonds des Rentes				
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)				
2001 .....	139,8	79,8	198,5	318,3	99,8	418,1	n.	-	
2002 .....	126,5	-	234,8	263,4	97,9	361,3	n.	-	
2003 .....	91,6	-	249,7	260,6	80,7	341,3	30,4	-	
2004 .....	78,2	-	205,5	213,7	70,0	283,7	29,8	-	
2005 .....	36,4	-	164,0	169,4	30,7	200,3	22,4	53,7 <sup>2</sup>	
2005 Janvier .....	3,9	-	18,0	18,5	3,4	21,9	2,3	-	
Février .....	3,2	-	15,4	15,8	2,8	18,5	2,2	-	
Mars .....	5,1	-	17,2	18,1	4,2	22,4	2,5	-	
Avril .....	1,7	-	13,3	13,5	1,5	15,0	1,7	5,7	
Mai .....	3,0	-	11,0	11,5	2,6	14,0	1,6	6,7	
Juin .....	3,3	-	16,1	16,7	2,6	19,4	2,0	10,4	
Juillet .....	1,8	-	12,2	12,4	1,6	14,0	1,6	3,6	
Août .....	1,7	-	13,4	13,7	1,3	15,1	1,7	3,6	
Septembre .....	2,8	-	13,4	13,5	2,5	16,1	1,8	4,5	
Octobre .....	2,0	-	14,1	14,3	1,8	16,1	1,6	3,2	
Novembre .....	4,6	-	7,9	8,6	3,9	12,5	1,6	7,9	
Décembre .....	3,3	-	12,0	12,8	2,5	15,3	1,8	8,1	

Sources : Euronext Brussels et Fonds des Rentes.

<sup>1</sup> Les rachats en bourse à des fins d'amortissement ne s'effectuent plus depuis la fin du mois de novembre 2001.

<sup>2</sup> Le marché continu a démarré le 4 avril 2005.

Les obligations linéaires à taux fixe sont cotées sur le marché continu depuis le 4 avril 2005<sup>1</sup>. La liquidité de ce marché est garantie par l'intervention d'animateurs de marché<sup>2</sup> désignés par Euronext. Le contrat d'apporteur de liquidité qui concerne le marché des rentes est soumis préalablement pour avis au Fonds des Rentes et à la Trésorerie.

### Volume des transactions

Le volume global sur le marché du fixing a encore chuté. Le volume est passé de 283,7 millions en 2004 à 200,3 millions principalement du fait du transfert des OLO à taux fixe vers le marché continu. Le faible niveau des taux obligataires et les frais de livraison matérielle des titres<sup>3</sup> très élevés imposés aux donneurs d'ordres pèsent également sur les volumes. Si les ventes de placeurs se sont ainsi fortement réduites, revenant de 213,7 millions en 2004 à 169,4 millions, les achats de placeurs ont davantage baissé, passant de 78,2 millions en 2004 à 36,4 millions. Par solde, le Fonds a acheté un

<sup>1</sup> Voir le rapport annuel 2004, p. 14.

<sup>2</sup> Les sociétés Binck Securities B.V. et Van der Moolen Obligaties B.V.

<sup>3</sup> Voir le rapport annuel 2003, p. 11.

montant net en bourse presque inchangé de 133,2 millions par rapport à 135,5 millions en 2004, illustrant une fois de plus le caractère structurellement vendeur du marché boursier des bons d'État.

Durant l'année, le Fonds est resté globalement pour 49 p.c. du volume la contrepartie de placeurs particuliers qui ont passé un ordre de vente ou d'achat en bourse.

Le volume enregistré sur le marché continu, sur lequel les OLO à taux fixe sont traitées depuis le 4 avril 2005 a atteint 53,7 millions. La nouveauté de ce marché explique en partie le faible volume qui a été réalisé sur ce marché, de même que le bas niveau des rendements. Toutefois, une augmentation sensible de l'activité a été constatée à partir du mois de novembre. Ce marché présente d'incontestables avantages pour le placeur : large plage d'ouverture du marché<sup>1</sup> et faible écart entre les prix à l'achat et à la vente, proche des valeurs enregistrées sur le marché hors bourse.

## 1.4 LE MARCHÉ HORS BOURSE RÉGLEMENTÉ PAR LE FONDS DES RENTES<sup>2</sup>

### 1.4.1 REMARQUE MÉTHODOLOGIQUE PRÉLIMINAIRE

Les statistiques sur les volumes des transactions d'achat/vente sont basées essentiellement sur les données du reporting imposé aux membres du marché réglementé hors bourse<sup>3</sup>. Ces données comportent des transactions de sell/buyback, apparentées à des cessions-rétrocessions. Un système de dépistage développé au sein du système de règlement-livraison de titres de la BNB permet toutefois d'isoler et de déduire ces opérations de sell/buyback des volumes rapportés, ce qui n'est pas le cas pour les opérations liquidées dans les systèmes internationaux de liquidation. Par ailleurs, les transactions d'achat/vente conclues par des non-membres du marché, pour qui l'obligation de reporting au Fonds des Rentes n'est pas d'application, ne peuvent être incorporées par le Fonds des Rentes dans ses statistiques sur les volumes lorsque la liquidation prend place dans les systèmes internationaux de liquidation, ce qui est le cas pour la majorité de ces opérations. Il est à noter que ces deux phénomènes ont un effet opposé sur les chiffres établis et dès lors se compensent partiellement.

L'importance de l'encours détenu au sein des systèmes internationaux de liquidation donne dès lors une indication des distorsions que ces imperfections méthodologiques peuvent occasionner. A cet effet, il est utile de savoir que le pourcentage des obligations linéaires détenu dans ces systèmes internationaux a légèrement augmenté de 39 p.c. en 2004 à 43 p.c. Pour les certificats de trésorerie, leur part a progressé d'une même manière de 44 à 48 p.c. au cours de la même période.

### 1.4.2 OBLIGATIONS LINÉAIRES

Le volume des achats/ventes sur obligations linéaires rapporté au Fonds des Rentes s'est contracté de quelque 9 p.c., passant de 670,3 milliards en 2004 à 610,5 milliards. Déduction faite des opérations de sell/buyback<sup>4</sup> recensées par le système de règlement-livraison de titres de la BNB, le volume réel estimé des achats/ventes d'OLO s'est également réduit, de 557 milliards en 2004

<sup>1</sup> Il est ainsi possible d'avoir connaissance en temps réel des conditions du marché et d'acheter ou de vendre au moment opportun à l'aide des programmes de PC Banking, qui permettent en outre de voir l'exécution et le suivi en direct de l'ordre.

<sup>2</sup> Les séries statistiques mentionnées dans ce point ne distinguent pas les opérations conclues sur le marché réglementé hors bourse de celles conclues en dehors du marché réglementé hors bourse.

<sup>3</sup> Voir encadré, p. 18.

<sup>4</sup> Soit 113,3 milliards en 2004 et 115,3 milliards au cours de l'année considérée. Étant donné que tant le volume au comptant que le volume à terme des transactions de sell/buyback sont repris dans ces chiffres, le volume des opérations de sell/buyback au comptant s'est élevé en fait à 56,6 milliards en 2004, contre 57,7 milliards au cours de l'année sous revue.

## Marché hors bourse réglementé des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie

### Entreprise de marché

Le Fonds des Rentes est l'entreprise de marché du marché hors bourse réglementé des obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie.

### Délimitation du marché

Le marché hors bourse réglementé comprend les opérations d'achat, de vente, de cession-rétrocession, d'échange, de prêt et d'emprunt en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie pour lesquelles un membre du marché<sup>1</sup> intervient, soit pour compte propre, soit pour compte de tiers. Les opérations en obligations linéaires exécutées sur Euronext Brussels, d'une part, et les opérations conclues en dehors du marché réglementé, d'autre part, ne tombent pas dans son champ d'application.

### Règles de marché

Le Fonds des Rentes édicte les règles de marché, qui déterminent le fonctionnement du marché hors bourse réglementé.

### Obligation de reporting

Toutes les opérations d'achat/vente conclues sur le marché hors bourse réglementé<sup>2</sup>, ainsi que les opérations d'achat/vente conclues en dehors du marché réglementé si l'intermédiaire est un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement de droit belge, doivent être communiquées au Fonds des Rentes.

### Transparence du marché

Le Fonds des Rentes publie quotidiennement le cours de référence ainsi que le volume et le nombre d'opérations d'achat/vente relatifs aux différents titres cotés sur le marché hors bourse réglementé.

<sup>1</sup> La liste des membres du marché peut être consultée sur le site internet du Fonds des Rentes [www.fondsdesrentes.be](http://www.fondsdesrentes.be).

<sup>2</sup> A l'exception des opérations sur le marché réglementé des non-membres de droit étranger.

à 495,2 milliards au cours de l'année sous revue, soit une baisse d'environ 11 p.c. moins étendue que celle de 16 p.c. subie en 2004. Ce volume plus faible peut être expliqué par le niveau bas des taux à long terme en euro, tant en termes absolus qu'en termes réels. Les investisseurs semblent avoir recherché des actions ou des obligations privées offrant un surcroît de rendement par rapport aux obligations gouvernementales. Par ailleurs, la volatilité réduite des taux à long terme au cours de l'année a limité les transactions entre teneurs de marché. L'annonce par le gouvernement d'une taxation supplémentaire des organismes de placement collectif de capitalisation investissant plus de 40 p.c. de leur portefeuille en obligations a provoqué un regain d'activité en fin d'année, initié par des sorties de capitaux des organismes de placement collectif visés en anticipation de l'entrée en vigueur de la mesure.

**TABEAU 1.2 VOLUME DES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ HORS BOURSE DES FONDS PUBLICS <sup>1</sup>**  
(valeur nominale en milliards d'euros)

	Volume global	Dont marchés électroniques				
		MTS Belgium	EuroMTS	TradeWeb	BondVision	ICAP BrokerTec
A. Obligations linéaires <sup>2</sup>						
2001 .....	863,2	155,9	39,2	n.	–	2,4
2002 .....	845,3	184,3	58,0	32,0	2,4	0,6
2003 .....	807,5	155,9	40,9	51,1	5,4	0,9
2004 .....	670,3	138,1	20,4	50,3	7,1	0,1
2005 .....	610,5	118,2	16,1	55,8	9,2	0,1
B. Titres scindés						
2001 .....	2,1	–	–	–	–	–
2002 .....	2,6	–	–	–	–	–
2003 .....	1,3	–	–	–	–	–
2004 .....	6,5	1,3 <sup>3</sup>	–	–	–	–
2005 .....	6,5	1,0	–	–	... <sup>4</sup>	–
C. Certificats de trésorerie						
2001 .....	267,7	50,9 <sup>5</sup>	–	–	–	–
2002 .....	290,0	75,6	–	–	–	–
2003 .....	291,9	63,7	–	–	0,3	–
2004 .....	225,6	44,5	–	0,5 <sup>6</sup>	0,5	...
2005 .....	204,4	57,8	–	5,9	2,3	...

Sources : BNB et Fonds des Rentes.

1 Les opérations sont regroupées sur la base de leur date de transaction. La moyenne des achats et des ventes est comptabilisée.

2 Les soldes des transactions après compensation par LCH.Clearnet sont éliminés des statistiques.

3 Les titres scindés ont été repris sur MTS Belgium en janvier 2004.

4 Les titres scindés ont été repris sur la plate-forme multi-dealers BondVision en juin 2005.

5 Les certificats de trésorerie ont été repris sur MTS Belgium en mars 2001.

6 Les certificats de trésorerie ont été repris sur la plate-forme multi-dealers TradeWeb en septembre 2004.

Le volume traité dans le système MTS Belgium s'est réduit de 138,1 milliards en 2004 à 118,2 milliards durant l'année sous revue. EuroMTS a lui aussi vu son volume se contracter en OLO, passant de 20,4 milliards en 2004 à 16,1 milliards. Ce recul n'est pas spécifique aux OLO, mais touche l'ensemble des émissions publiques en euro. La part de volume réalisée sur MTS Belgium qui a été conclue sur les OLO cotées également sur EuroMTS a grimpé de 68 p.c. en 2004 à 77 p.c. L'emprunt de référence à dix ans s'est adjugé à lui seul 10 p.c. du volume total de MTS Belgium.

L'Agence de la Dette a racheté au travers d'une fenêtre dédiée de MTS Belgium, Belgian BuyBack<sup>1</sup> (BBB), un montant de 7,4 milliards dans quatre OLO venant à échéance dans les douze mois qui suivent.

<sup>1</sup> Voir le rapport annuel 2001, p. 13 et 14.

Le volume des transactions d'achat/vente traité sur ICAP BrokerTec<sup>1</sup>, l'autre système inter-dealer de trading électronique actif en OLO est resté marginal, soit 0,1 milliard.

En ce qui concerne les plates-formes multi-dealers qui relient des clients professionnels aux teneurs de marché, TradeWeb a réussi à augmenter son volume sur OLO à 55,8 milliards au cours de l'année sous revue, contre 50,3 milliards en 2004. L'autre plate-forme multi-dealers, BondVision a traité pour sa part un volume plus réduit de 9,2 milliards en OLO, également en progression par rapport aux 7,1 milliards de 2004.

Il résulte de cet aperçu que les plates-formes électroniques ont recueilli 40 p.c. du volume réel du marché des achats et des ventes d'OLO, une part quasiment égale à celle de 2004.

### 1.4.3 TITRES ISSUS DE LA SCISSION D'OBLIGATIONS LINÉAIRES (« STRIPS »)

Les intérêts d'un titre scindé sont négociés séparément du capital. Les titres ainsi créés font office d'obligations à coupon zéro. Le droit à la scission et à la reconstitution des obligations linéaires est réservé aux primary dealers en valeurs du Trésor belge ainsi qu'aux « recognized dealers ».

Depuis l'introduction des strips sur MTS Belgium début 2004, bénéficiant d'un régime de cotation plus flexible<sup>2</sup>, le nombre de teneurs de marché a continué à progresser légèrement jusqu'à treize. Ils animent le marché de 17 titres de capital parmi lesquels 13 sont cotés à tour de rôle.

Les transactions d'achat/vente en strips sont restées stables d'une année à l'autre à 6,5 milliards.

Sur MTS Belgium par contre, le volume a reculé de 1,3 milliard en 2004 à 1 milliard au cours de l'année sous revue, ce qui représente une diminution de la part du marché électronique de 20 à 15 p.c. du volume des transactions d'achat/vente.

### 1.4.4 CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

Le volume des achats/ventes sur certificats de trésorerie, rapporté au Fonds des Rentes, a baissé de 225,6 milliards en 2004 à 204,4 milliards, soit une diminution de l'ordre de 9 p.c., identique à celle subie par les OLO. Déduction faite des opérations de sell/buyback<sup>3</sup> recensées par le système de règlement-livraison de titres de la BNB, le volume réel estimé des achats/ventes de certificats de trésorerie s'est contracté aussi de 9 p.c., passant de 201 milliards en 2004 à 182,1 milliards, au cours de l'année sous revue.

La plate-forme MTS Belgium traite également les certificats de trésorerie. Le volume négocié au cours de l'année a augmenté à 57,8 milliards, contre 44,5 milliards en 2004.

<sup>1</sup> Il est à noter que ICAP BrokerTec est plutôt spécialisé dans le segment des cessions-rétrocessions.

<sup>2</sup> Les teneurs de marché n'ont pas d'obligation de cotation.

<sup>3</sup> Soit 24,6 milliards en 2004 et 22,3 milliards au cours de l'année considérée. Étant donné que tant le volume au comptant que le volume à terme des transactions de sell/buyback sont repris dans ces chiffres, le volume des opérations de sell/buyback au comptant s'est élevé en fait à 12,3 milliards en 2004, contre 11,2 milliards au cours de l'année sous revue.



Les certificats de trésorerie ont également été négociés sur les plates-formes multi-dealers TradeWeb et BondVision ce qui s'est traduit par des volumes respectifs de 5,9 et de 2,3 milliards, contre seulement 0,5 milliard dans les deux cas en 2004.

La part de marché des plates-formes électroniques a augmenté de 23 p.c. en 2004 à 36 p.c. du volume réel des transactions d'achat/vente sur certificats de trésorerie. Les opérateurs du marché monétaire restent néanmoins attachés aux courtiers traditionnels et à la conclusion par téléphone pour des transactions de taille importante. Aussi, le succès moins élevé des certificats de trésorerie par rapport aux obligations linéaires auprès des investisseurs institutionnels, qui utilisent davantage les plates-formes électroniques, pourrait expliquer la part de marché moins grande de ces dernières dans le segment des certificats de trésorerie.

#### 1.4.5 FACILITÉ DE REPO

La facilité de repo<sup>1</sup> de l'Agence de la Dette, créée en 2001, consiste à offrir aux primary dealers et aux recognized dealers actifs sur MTS la faculté de conclure une cession-rétrocession au cas où ils auraient vendu des titres à découvert et seraient contraints de les racheter dans le marché à des conditions onéreuses.

La facilité de repo pour les obligations linéaires, les titres scindés et les certificats de trésorerie qui sont cotés sur MTS Belgium a été utilisée 193 fois au cours de l'année sous revue, soit 98 contrats sur OLO, 22 contrats sur titres scindés et 73 sur certificats de trésorerie. En 2004, 104 contrats avaient été conclus, dont 53 sur OLO, 41 sur titres scindés et 10 sur certificats de trésorerie. En volume, la croissance est plus forte encore avec 4,9 milliards contre 1,9 milliard en 2004.

Les certificats de trésorerie ont été nettement plus utilisés dans le cadre de la facilité de repos du fait d'une moindre disponibilité de certaines lignes dans le marché des prêts de titres. La présence plus importante lors des adjudications de placeurs étrangers, qui ne sont pas toujours disposés à prêter des titres détenus dans les systèmes internationaux de liquidation, de même que la nature de ces titres principalement détenus en portefeuille jusqu'à leur échéance finale rapprochée («buy and hold») expliquent ce phénomène.

<sup>1</sup> Voir le rapport annuel 2001, p. 17.

## 2. Surveillance et réglementation

---

### 2.1 LE FONDS DES RENTES EN TANT QU'ENTREPRISE DE MARCHÉ DU MARCHÉ HORS BOURSE DES OBLIGATIONS LINÉAIRES, DES TITRES SCINDÉS ET DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

#### 2.1.1 CADRE RÉGLEMENTAIRE

Le Fonds s'est attaché, au cours de l'année sous revue à analyser l'impact de la directive 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers, laquelle a été présentée dans le précédent rapport annuel du Fonds<sup>1</sup>.

En outre, un arrêté royal relatif aux abus de marché présentant un lien avec les activités du Fonds des Rentes a été adopté au début de l'année 2006.

##### 2.1.1.1 Directive sur les marchés d'instruments financiers

La directive 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers (MiFID) aura d'importantes conséquences sur le champ d'action du marché réglementé hors bourse. En effet, la directive établit une distinction entre les transactions sur marchés réglementés<sup>2</sup>, les transactions OTC (en ce compris « l'internalisation »<sup>3</sup>) et les transactions sur « MTF » (Multilateral Trading Facilities).

La notion de MTF est au coeur de la directive qui la définit comme suit : « un système multilatéral, exploité par une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché, qui assure la rencontre – en son sein même et selon des règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats ».

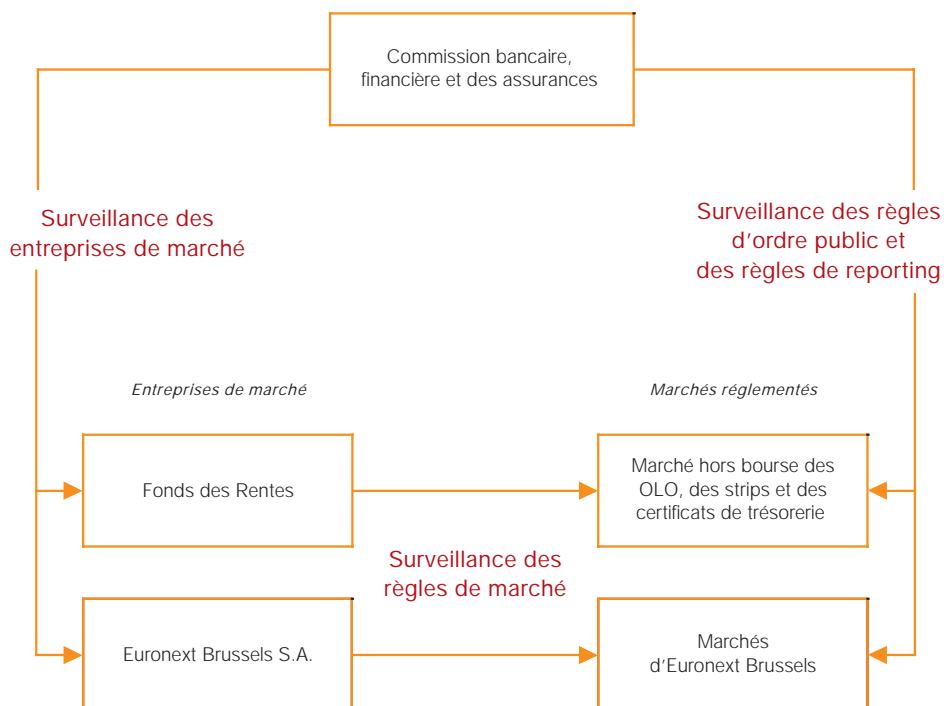
Dès lors, les plates-formes de négociation électronique, telles que MTS Belgium, EuroMTS et TradeWeb devront être considérées comme des MTF, vu qu'elles sont mises sur le même pied que les marchés réglementés. Ces plates-formes auront également la possibilité d'adopter le statut d'un marché réglementé.

<sup>1</sup> Voir le rapport annuel 2004, p. 12 et 13.

<sup>2</sup> Un marché réglementé est défini comme étant un « système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément aux dispositions du titre III ».

<sup>3</sup> La directive décrit un « internalisateur systématique » comme étant une « entreprise d'investissement qui, de façon organisée, fréquente et systématique, négocie pour compte propre en exécutant les ordres des clients en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF ».

## Structure de la surveillance sur les marchés réglementés belges depuis le 1<sup>er</sup> juin 2003



Le Fonds des Rentes est l'une des deux entreprises de marché belges. Il établit les règles de marché applicables au marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie et veille au respect de ces règles. De plus, il assure la transparence du marché en publiant les cours et taux de référence, ainsi que les volumes réalisés sur le marché. Le Fonds des Rentes est chargé également de la surveillance du respect des règles d'ordre public, ainsi que des règles de reporting pour les transactions effectuées sur le marché, et ce pour le compte de la CBFA qui en assume la responsabilité ultime. La CBFA contrôle la manière dont le Fonds des Rentes exerce sa mission d'entreprise de marché.

La problématique de l'impact de la directive MiFID sur le marché réglementé hors bourse est actuellement analysée au sein d'un groupe de travail regroupant des représentants du Fonds, de la Banque nationale de Belgique et de l'Administration de la Trésorerie, travaillant en étroite collaboration avec la CBFA.

Des premières constatations dudit groupe de travail, il appert que sous le nouveau régime de la directive, un MTF ne pourrait plus faire partie du marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie. Plus concrètement, le contrôle sur MTS Belgium, actuellement membre de ce marché, passerait dès lors de la compétence du Fonds

des Rentes à celle de la CBFA, conformément aux dispositions de la loi du 2 août 2002<sup>1</sup>. Toutefois, en vertu de l'article 14 de la loi du 2 août 2002 précitée, le Roi peut, sur avis de la BNB et de la CBFA, organiser un régime de contrôle spécifique pour les marchés organisés belges d'instruments financiers émis ou garantis par l'État ou des collectivités publiques belges qu'il désigne. Ainsi, dans l'hypothèse où MTS Belgium ne pourrait plus faire partie du marché réglementé hors bourse, il subsisterait tout de même une possibilité, pour le Fonds, de continuer à exercer le contrôle sur le respect des règles d'ordre public pour les opérations effectuées sur MTS Belgium.

D'autre part, la directive MiFID prévoit que les intermédiaires devront déclarer leurs transactions effectuées sur instruments financiers admis sur un marché réglementé européen à leur autorité de contrôle nationale. En outre, un échange de données de reporting devra être mis en place entre les différentes autorités de contrôle nationales en vue de permettre à l'autorité de contrôle reconnue comme étant l'autorité compétente du marché le plus pertinent en termes de liquidité, d'avoir une vue globale sur les transactions effectuées sur ces instruments financiers. À ce sujet, différents scénarios d'échanges de données sont toujours à l'étude qui vont de la décentralisation au niveau des États membres à une centralisation totale au niveau européen. En tout état de cause, l'organisation actuelle du reporting des transactions sur le marché réglementé hors bourse, laquelle se fait auprès de l'institution en charge de l'organisation du marché, à savoir le Fonds lui-même, devra plus que probablement être revue.

Le groupe de travail précité a également été mandaté pour se pencher sur les modifications réglementaires qui découleront nécessairement de la mise en oeuvre de la directive MiFID.

### 2.1.1.2 Arrêté royal relatif aux abus de marché

Le 5 mars 2006, l'arrêté royal relatif aux abus de marché<sup>2</sup> est venu poursuivre la transposition des directives européennes en matière d'abus de marché.

Cet arrêté précise quels sont les signaux qui peuvent être l'indice d'une manipulation de marché, ainsi que les critères et procédures applicables en ce qui concerne les pratiques de marché admises. Il étoffe également les mesures visant à prévenir les abus de marché, plus précisément en ce qui concerne l'établissement des listes de personnes ayant accès à des informations privilégiées, l'obligation de notification d'opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et l'obligation faite aux intermédiaires de notifier à la CBFA les opérations suspectes.

En vertu du protocole, conclu le 4 juin 2003 entre la CBFA et le Fonds des Rentes, précisant la répartition des tâches et réglant l'échange réciproque d'informations, la CBFA informera le Fonds des notifications suspectes portant sur le marché réglementé hors bourse, afin que ce dernier puisse, le cas échéant, mener l'enquête, pour compte et sous la responsabilité ultime de la CBFA.

<sup>1</sup> Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux marchés financiers (*Moniteur belge* du 4 septembre 2002). L'article 33 confère à la CBFA le pouvoir de contrôle de l'application des dispositions du chapitre de la loi consacré aux marchés secondaires d'instruments financiers.

<sup>2</sup> Arrêté royal du 5 mars 2006 relatif aux abus de marché (*Moniteur belge* du 10 mars 2006).

## 2.1.2 ASPECTS OPÉRATIONNELS ET DE SURVEILLANCE

### 2.1.2.1 Membres du marché

Le Fonds des Rentes tient à jour la liste des membres du marché<sup>1</sup>. La composition du corps des primary dealers s'est modifiée à la fin de l'année sous revue, avec l'admission d'un nouvel établissement britannique d'origine suisse, portant leur nombre à 17.

### 2.1.2.2 MTS Belgium

Le Fonds des Rentes dispose d'un écran de surveillance qui fournit des informations en temps réel sur le carnet d'ordres de MTS Belgium et les transactions qui y sont conclues, ce qui lui permet de s'acquitter de manière optimale de sa mission d'entreprise de marché.

### 2.1.2.3 Reporting

En vertu de l'arrêté royal du 31 mars 2003, le Fonds des Rentes est responsable de la collecte des déclarations des transactions portant sur des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie ainsi que de la surveillance du respect des règles de déclaration pour le compte et sous la responsabilité ultime de la CBFA.

#### Reporting par le biais du système Trax

Au début de l'année sous revue, le Fonds des Rentes a clôturé son cycle d'enquêtes périodiques axées sur les transactions d'achat et de vente déclarées par le biais du système Trax<sup>2</sup>. À l'issue de ce cycle, on peut constater que les résultats obtenus en matière de qualité et de ponctualité des déclarations effectuées par le biais de ce système sont plus que satisfaisants<sup>3</sup>.

Le Fonds va devoir à présent se conformer aux aménagements imposés par l'ICMA dans le cadre du projet « New Trax System ». Il s'agit d'une refonte complète du système Trax qui le rendra compatible avec les exigences de la directive MiFID en matière de reporting. En outre, il fournira au Fonds davantage d'informations que dans le système actuel, sans pour autant modifier les obligations mises à charge des participants au système. Selon le calendrier mis au point par l'ICMA, le Fonds devra s'être conformé au « New Trax System » pour le troisième trimestre de 2007 au plus tard. Entre-temps, sa mise en oeuvre sera entrecoupée de phases de tests.

#### Modes de déclaration

La part des déclarations par le biais du système Trax a légèrement diminué passant de 96 p.c. l'année précédente à 95 p.c. du nombre total des déclarations au cours de l'année sous revue. Le système de règlement-livraison de titres de la BNB ne représente plus que 3 p.c. de l'ensemble des déclarations, comme l'année précédente. La part des déclarations par fax représentait quant à elle 2 p.c. du total, contre moins de 1 p.c. l'année précédente.

Ces légères variations résultent d'une nouvelle approche méthodologique en matière d'évaluation du poids respectif des différents modes de déclaration, si bien que par rapport à l'année précédente, ceux-ci sont en réalité restés inchangés durant l'année sous revue.

<sup>1</sup> La liste des membres du marché au 31 décembre 2005 a été publiée au *Moniteur belge* du 29 mars 2006. La liste des membres, régulièrement mise à jour, est consultable sur le site internet du Fonds des Rentes ([www.fondsdesrentes.be](http://www.fondsdesrentes.be)).

<sup>2</sup> Le « Trade confirmation and risk management system » de l'ICMA.

<sup>3</sup> Voir ce chapitre, le présent point, « Ponctualité des déclarations », p. 28.

## Obligation de déclaration de transactions sur obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie

### Institutions soumises à déclaration :

- les membres du marché déclarent les transactions conclues sur le marché hors bourse réglementé ;
- les entreprises d'investissement et les établissements de crédit de droit belge<sup>1</sup> déclarent les transactions conclues tant sur le marché hors bourse réglementé qu'en dehors, à l'exception des transactions conclues sur Euronext Brussels.

### Transactions à déclarer :

- les achats ou les ventes pour lesquelles l'institution soumise à déclaration agit, soit pour compte propre (comme contrepartie), soit pour le compte d'un tiers (en tant que commissionnaire, courtier ou mandataire).

### Données de la transaction à mentionner :

1. l'identification de l'institution soumise à déclaration ;
2. la nature de la transaction (achat ou vente) ;
3. le marché sur lequel la transaction est conclue (marché hors bourse réglementé ou non réglementé) ;
4. le code ISIN de l'instrument financier ;
5. le volume en valeur nominale des instruments financiers de la transaction ;
6. le prix ou le taux d'intérêt de la transaction ;
7. la date et l'heure de la transaction ;
8. la qualité – pour compte propre ou pour le compte d'un client – dans laquelle l'institution soumise à déclaration agit.

### Mode de déclaration<sup>2</sup> :

- soit par l'intermédiaire du système de règlement-livraison de titres de la BNB, où la notification de liquidation fait office de déclaration ;
- soit par le biais du système Trax, où la notification de matching fait office de déclaration. Il est également possible de déclarer par le biais de Trax une transaction aux seules fins de reporting au Fonds des Rentes ;
- soit, aux seules fins de reporting, par l'envoi d'un fax spécifique à la BNB.

### Délai de déclaration :

- le plus rapidement possible et au plus tard à 10h30 J + 1, heure belge.

<sup>1</sup> Ainsi que les succursales établies en Belgique d'entreprises d'investissement ou d'établissements de crédit qui relèvent du droit d'États qui ne sont pas membres de la Communauté européenne.

<sup>2</sup> Les conditions précises auxquelles les différents modes de déclaration peuvent être utilisés et la manière de déclarer sont définies dans la circulaire 2004/2 du 16 novembre 2004 relative à la déclaration au Fonds des Rentes de transactions en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie.

## Ponctualité des déclarations

Le Fonds des Rentes continue à suivre de près le respect des obligations de reporting, tant au moyen d'analyses globales qu'à l'occasion d'enquêtes périodiques auprès des membres du marché.

Le Fonds des Rentes a constaté que, comme l'année précédente, un peu plus de 4 p.c. des transactions d'achat et de vente sur obligations linéaires et titres scindés déclarées par le biais du système Trax ont été effectuées après le délai ultime de 10 heures 30 du jour ouvrable bancaire suivant le jour de la transaction. Par contre, la ponctualité des déclarations sur certificats de trésorerie par le biais du système Trax s'est un peu détériorée : un peu plus de 6 p.c. de ces déclarations ont été faites en retard, contre un peu moins de 4 p.c. l'année précédente. Ces chiffres restent néanmoins encourageants : à ce titre, les contrôles réguliers du Fonds des Rentes et la familiarité acquise avec le système Trax n'y sont certainement pas étrangers.

Pour les membres du marché de taille plus petite, les notifications de liquidation au système de règlement-livraison de la BNB, autrement dit les déclarations implicites, restent le principal mode de déclaration. Toutefois, selon des estimations, 5 à 10 p.c. des déclarations implicites représentent des notifications de correction qui rectifient des instructions erronées de notifications antérieures. Elles se produisent presque inévitablement de manière tardive, ce qui explique en partie des pourcentages de retard plus élevés par rapport aux déclarations effectuées par le biais du système Trax. Le Fonds des Rentes a ainsi constaté que pour les obligations linéaires et les titres scindés, les retards ont concerné 11,5 p.c. des déclarations implicites, contre 13 p.c. l'année précédente. Pour ce qui est des certificats de trésorerie, plus de 24 p.c. des déclarations implicites d'achat/vente ont été reçues tardivement, contre 19 p.c. l'année précédente. Bien que les déclarations implicites de certificats de trésorerie ne représentent qu'une part réduite du volume total déclaré de ces instruments financiers, le Fonds accordera une attention particulière à ces déclarations tardives. Eu égard aux poids respectifs des transactions portant sur les certificats de trésorerie (25 p.c. environ) et de celles portant sur les obligations linéaires et les titres scindés (75 p.c. environ), l'on peut conclure que la ponctualité des déclarations implicites n'a, dans l'ensemble, pas varié par rapport à l'année précédente.

Sept établissements qui, sur une base trimestrielle, ont communiqué tardivement un nombre substantiel de transactions, ont été formellement enjoins de prendre les mesures nécessaires pour remédier aux manquements. Cette exhortation a dans la plupart des cas débouché sur une sensible amélioration de la ponctualité des déclarations. Deux établissements qui avaient été mis en demeure au cours de l'exercice précédent ont à nouveau déclaré tardivement un trop grand nombre de transactions en 2005, de sorte que le dossier a été transmis à la CBFA, pour suite à donner.

### 2.1.2.4 Transparence du marché

Le Fonds des Rentes publie chaque jour les cours et taux de référence<sup>1</sup>. Lors de la fixation, vers 15 heures 30, des cours de référence des obligations linéaires et des taux de référence des certificats de trésorerie, il est tenu compte des prix affichés à l'écran sur MTS Belgium. Le Fonds publie également le volume et le nombre de transactions d'achat et de vente conclues sur le marché hors bourse réglementé. Ces données sont établies sur la base des informations tirées du reporting.

<sup>1</sup> Ces données sont également disponibles sur le site internet du Fonds des Rentes.

## Publications du Fonds des Rentes dans le cadre de la transparence du marché réglementé

### Données relatives au jour de transaction J

Données publiées	Moment de publication
<ul style="list-style-type: none"><li>– cours ou taux de référence par ligne d'OLO, par certificat de trésorerie et pour les strips les plus représentatifs</li></ul>	le jour J vers 16 heures
<ul style="list-style-type: none"><li>– volume et nombre de transactions d'achat/vente par ligne d'OLO et par certificat de trésorerie ; et,</li><li>– volume total des transactions d'achat/vente par catégorie d'instrument (OLO, strips et certificats de trésorerie)</li></ul>	le jour J + 1 vers 11 heures

L'exactitude des statistiques relatives au volume et au nombre de transactions dépend de la ponctualité et de la qualité du reporting. La part des achats et des ventes d'obligations linéaires, de titres scindés et de certificats de trésorerie déclarés en retard a représenté un peu plus de 5 p.c. en volume.

### 2.1.3 SURVEILLANCE DU RESPECT DES RÈGLES ET OBLIGATIONS RELATIVES AU MARCHÉ

#### 2.1.3.1 Enquêtes

Dans le cadre de sa surveillance du respect des règles et obligations relatives au marché, le Fonds a entamé un nouveau cycle d'enquêtes périodiques. Ces contrôles doivent permettre de se faire une idée plus précise du respect, par les membres du marché, des règles en vigueur. D'une part, le Fonds sélectionne préalablement les transactions qui, pour l'une ou l'autre raison, semblent mériter une attention particulière et pour lesquelles il demande ensuite les pièces justificatives nécessaires. D'autre part, l'intermédiaire est invité à communiquer et, le cas échéant, à documenter toutes les transactions d'une période donnée. Au cours de l'année sous revue, cinq enquêtes périodiques auprès de membres du marché, non primary dealers, ont été réalisées, à savoir trois enquêtes menées sur place en Belgique et deux, par écrit, auprès d'établissements étrangers.

En outre, le Fonds effectue des contrôles systématiques, tant sur la base des données de transactions déclarées que sur celle de l'évolution des prix et des taux d'intérêt sur le marché, qui donnent régulièrement lieu à des demandes verbales ou écrites d'informations et de pièces complémentaires. Lorsqu'il détecte des indices d'irrégularités, le Fonds procède à des enquêtes ad hoc dans le cadre desquelles une procédure écrite est en principe suivie, mais qui peuvent tout aussi bien, si



c'est nécessaire, l'amener à se rendre sur place. Au cours de l'année sous revue, le Fonds n'a pas ouvert d'enquêtes ad hoc.

### 2.1.3.2 Constatations

À l'occasion de ses enquêtes, le Fonds n'a décelé que des manquements mineurs. Au préalable, il convient de relater les suites réservées, à ce jour, à l'enquête sur une éventuelle manipulation de marché entamée en 2004 et clôturée fin mars 2005.

#### Suites de l'enquête entamée en 2004 sur une éventuelle manipulation de marché

Dans le courant de 2004, le Fonds avait entamé une enquête sur une éventuelle manipulation de marché, relativement à des agissements de Citigroup Global Markets Limited (Citigroup), intervenus en août de la même année. Le Fonds a clôturé son enquête le 30 mars 2005 et a transmis le même jour l'intégralité du dossier, y compris toutes les pièces utiles et un rapport du Comité du Fonds des Rentes avec ses conclusions, à la CBFA, pour suite à donner<sup>1</sup>.

Comme annoncé dans le précédent rapport annuel, les opérations dont question dans ce dossier présentent un caractère international, si bien que diverses autorités nationales se sont saisies des faits. En dépit de plusieurs directives européennes, il est apparu que l'approche des États membres concernés dans ce type de dossiers n'est pas du tout uniforme en raison de différences juridiques.

Ainsi, au cours de l'année sous revue, la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), l'autorité allemande de contrôle, a transmis son dossier aux autorités judiciaires allemandes qui l'ont classé sans suite en raison du fait que la loi réglant la transposition de la directive européenne en matière d'abus de marché n'était pas encore d'application au moment des faits.

En Grande-Bretagne, la Financial Services Authority (FSA) et Citigroup sont arrivés à la conclusion d'un « settlement » de droit anglo-saxon au terme duquel Citigroup a accepté de payer une pénalité de quelque € 20,9 millions. Conformément à la spécificité de la procédure menée par la FSA, cette « peine » résulte d'un arrangement pris avec Citigroup, lequel ne pourra pas en retour la contester devant les juridictions compétentes.

Par contre, les procédures initiées en Espagne, en Italie, où le dossier a également été transmis au Parquet, et au Portugal sont, comme en Belgique, toujours en cours.

Par ailleurs, MTS a suspendu la division de Citigroup en charge des transactions sur obligations, l'empêchant ainsi d'opérer, durant tout le mois de novembre 2005, sur l'ensemble des plates-formes électroniques de MTS.

#### Règles et obligations relatives au marché

Lors des enquêtes périodiques précitées, il n'a été constaté aucune infraction majeure aux règles garantissant le bon fonctionnement du marché. Toutefois, pour chacune des institutions ayant fait l'objet d'une enquête, des manquements ont été relevés relativement aux obligations régissant les déclarations implicites au système de règlement-livraison de la BNB. Des recommandations ont par conséquent été formulées, avec obligation de s'y conformer endéans les délais indiqués.

<sup>1</sup> Voir le rapport annuel 2004, p. 3 et p. 27 et 28.

## 2.2 LE FONDS DES RENTES EN TANT QU'AUTORITÉ CHARGÉE DE LA SURVEILLANCE DES TENEURS DE COMPTES DE TITRES DÉMATÉRIALISÉS DE LA DETTE PUBLIQUE

### 2.2.1 CADRE RÉGLEMENTAIRE

Le cadre réglementaire des teneurs de comptes de titres dématérialisés de la dette publique n'a subi aucun changement au cours de l'année sous revue.

Le transfert du Fonds des Rentes à la CBFA, de la compétence en matière de surveillance du respect des dispositions légales et réglementaires applicables à la conservation et à l'administration de titres dématérialisés de la dette publique, n'a pas encore eu lieu au cours de l'année sous revue. Ainsi que cela a été expliqué dans le précédent rapport annuel<sup>1</sup>, la réglementation concernée a d'abord été revue en profondeur dans le cadre de la loi relative aux sûretés financières<sup>2</sup>. Par ailleurs, la date d'entrée en vigueur des articles concernés de ladite loi était conditionnée par un arrêté royal qui a été soumis à l'avis du Conseil d'État. La procédure a finalement été clôturée par la publication de l'arrêté dont question en mars 2006<sup>3</sup>.

Cet arrêté, entré en vigueur à la date de sa publication au Moniteur belge, assure la transmission effective de la mission de contrôle de teneurs de comptes de titres dématérialisés du Fonds des Rentes à la CBFA, tout en revoyant les modalités d'un agrément de teneurs de comptes pour les établissements qui doivent encore l'obtenir de la CBFA.

### 2.2.2 SURVEILLANCE DES TENEURS DE COMPTES DE TITRES DÉMATÉRIALISÉS DE LA DETTE PUBLIQUE

Au cours de l'année sous revue, le Fonds des Rentes a adressé, dans le cadre de la surveillance des teneurs de comptes de titres dématérialisés de la dette publique, 17 demandes écrites de renseignements portant sur un total de 41 transactions. Comme les années précédentes, le Fonds n'a pas jugé nécessaire d'effectuer d'enquêtes sur place, pour lesquels, le cas échéant, il fait appel à la CBFA. Les contrôles ont donné lieu aux interventions et mises en demeure suivantes.

#### Extrait de compte-titres

Les teneurs de comptes de titres dématérialisés sont tenus de fournir au déposant des titres un extrait de compte-titres après chaque mouvement de titres comptabilisé. Des contrôles par sondage ont relevé qu'un établissement n'était plus en mesure de fournir des extraits de compte-titres. Cet établissement a été prié de procéder aux adaptations nécessaires.

<sup>1</sup> Voir le rapport annuel 2004, p. 28 et 29.

<sup>2</sup> Loi du 15 décembre 2004 relative aux sûretés financières et portant des dispositions fiscales diverses en matière de conventions constitutives de sûreté réelle et de prêts portant sur des instruments financiers (*Moniteur belge* du 1<sup>er</sup> février 2005).

<sup>3</sup> Arrêté royal du 5 mars 2006 modifiant l'arrêté royal du 23 janvier 1991 relatif aux titres de la dette de l'État fixant la date d'entrée en vigueur de certaines dispositions de diverses lois et abrogeant l'arrêté royal du 22 décembre 1995 relatif aux teneurs de compte agréés pour la tenue de comptes de titres dématérialisés de l'État, des Communautés, des Régions, des provinces, des autorités locales ou des établissements publics (*Moniteur belge* du 27 mars 2006).

[www.fondsdesrentes.be](http://www.fondsdesrentes.be) / [www.rentenfonds.be](http://www.rentenfonds.be)

Le Fonds des Rentes dispose d'un propre site sur internet. Ce site permet notamment de consulter les règles de marché applicables au marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie et d'autres réglementations pertinentes. La liste des membres du marché, ainsi que les principales données relatives à la transparence du marché, y sont également publiées. Le site dispose d'une facilité de courrier électronique.

## 3. Comptes annuels

### BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2005

#### ACTIF

(milliers d'euros)

	2005	2004
Portefeuille de fonds publics <sup>1</sup> .....	206.528	220.772
Avoir en compte courant .....	2	8
Autres actifs .....	41	66
Comptes de régularisation .....	3.715	4.193
<b>Total de l'actif .....</b>	<b>210.286</b>	<b>225.039</b>

#### PASSIF

(milliers d'euros)

	2005	2004
Avances consenties par l'État belge .....	69.170	85.650
Cessions-rétrocessions .....	...	...
Part de bénéfice à verser à l'État belge .....	3.914	4.256
Autres passifs .....	344	367
Provision pour pensions et obligations similaires .....	250	250
Dotation du Trésor public (article 9 de la loi du 19 juin 1959) .....	69.720	69.720
Réserve		
au 31 décembre 2004 .....	64.796	
dotation à la réserve .....	+2.092	
au 31 décembre 2005 .....	66.888	64.796
<b>Total du passif .....</b>	<b>210.286</b>	<b>225.039</b>

<sup>1</sup> Valeur nominale .....	203.768	217.173
Valeur boursière .....	207.349	223.846

## POSTES HORS BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2005

(milliers d'euros)

	2005	2004
Opérations au comptant de titres en voie de liquidation		
Achats .....	1.336	1.467
Ventes .....	556	738
Garanties données		
Actifs grevés de sûretés réelles pour compte propre .....	220	220
Valeurs de tiers reçues en dépôt		
Euros à livrer à terme .....	...	...

## COMPTE DE RÉSULTATS AU 31 DÉCEMBRE 2005

(milliers d'euros)

	2005	2004
<b>Produits</b> .....	<b>10.032</b>	<b>10.143</b>
Résultats d'intérêts .....	7.455	8.048
Résultats sur transactions .....	2.578	1.931
Reprise de réductions de valeur sur le portefeuille de fonds publics .....	...	164
<b>Charges</b> .....	<b>-4.026</b>	<b>-3.795</b>
Intérêts sur les avances consenties par l'État belge .....	-1.668	-1.842
Frais généraux administratifs :		
Rémunérations, charges sociales et pensions .....	-1.498	-1.517
Autres frais administratifs .....	-433	-436
Réductions de valeur sur le portefeuille de fonds publics .....	-427	...
<b>Bénéfice net de l'exercice</b> .....	<b>6.006</b>	<b>6.348</b>

## RÉPARTITION DU BÉNÉFICE NET

(milliers d'euros)

	2005	2004
<b>Bénéfice net à affecter</b> .....	<b>6.006</b>	<b>6.348</b>
Le bénéfice net est réparti de la manière suivante :		
Dotation à la réserve .....	2.092	2.092
Bénéfice à verser à l'État belge .....	3.914	4.256

### 3.1 ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX POSTES DU BILAN DU FONDS DES RENTES<sup>1</sup>

La valeur comptable du portefeuille des fonds publics est revenue de 220,8 millions à la fin de l'exercice précédent à 206,5 millions à la fin de l'année sous revue. La valeur boursière s'est réduite encore davantage, à savoir de 16,5 millions, pour atteindre 207,3 millions, en raison du recul des cours sur la plupart des segments de marché pendant la période sous revue.

La baisse sensible du portefeuille est principalement imputable au transfert des obligations linéaires à taux fixe du segment du fixing vers le segment continu, sur lequel des apporteurs de liquidité sont actifs. Le Fonds des Rentes a ainsi pu vendre la majeure partie de son portefeuille d'obligations linéaires.

**TABLEAU 3.1 PRINCIPAUX POSTES DE LA SITUATION DU FONDS DES RENTES**  
(millions d'euros)

Fin de période	Actif		Total du bilan	Passif		
	Portefeuille de fonds publics <sup>1</sup>	Comptes de régularisation		Dotations du Trésor public et réserve	Avances par l'État belge	Part de bénéfices à verser à l'État belge
2001 .....	190,0	4,3	194,4	128,2	59,8	5,2
2002 .....	218,0	4,7	222,8	130,3	86,6	4,7
2003 .....	217,5	4,3	221,8	132,4	81,5	6,9
2004 .....	220,8	4,2	225,0	134,5	85,7	4,3
2005 .....	206,5	3,7	210,3	136,6	69,2	3,9
Différence 2005-2004 .....	-14,3	-0,5	-14,7	+2,1	-16,5	-0,3
2005 1 <sup>er</sup> trimestre .....	223,4	4,1	227,5	134,5	90,8	-
2 <sup>e</sup> trimestre .....	209,7	3,9	213,6	134,5	74,8	-
3 <sup>e</sup> trimestre .....	209,3	3,8	213,1	134,5	72,3	-
4 <sup>e</sup> trimestre .....	206,5	3,7	210,3	136,6	69,2	3,9

<sup>1</sup> Montant à financer (valeur comptable du portefeuille, à l'exclusion des transactions restant à liquider).

D'une année à l'autre, les avances consenties par l'État belge au Fonds se sont inscrites à la baisse, revenant de 85,7 millions à 69,2 millions, en raison principalement de la baisse de son portefeuille. Ces avances ont diminué un peu plus que la valeur comptable du portefeuille de fonds publics. Les moyens propres du Fonds des Rentes ont augmenté à la suite de la dotation statutaire à la réserve.

<sup>1</sup> Voir également encadrés p. 37 et 38..

## Description des postes du bilan et hors bilan

### BILAN

#### Actif

##### Portefeuille de fonds publics

Le portefeuille de fonds publics est constitué principalement des emprunts d'État dont le Fonds des Rentes assure la régularisation sur le marché boursier du fixing, au profit essentiellement des placeurs particuliers.

Le portefeuille est valorisé selon les principes qui valent pour le portefeuille de placement des établissements de crédit. À l'achat, les titres sont comptabilisés au prix d'acquisition. Par la suite, ils sont évalués sur la base de leur rendement actuariel moyen d'acquisition. Toutefois, lorsque la valeur comptable d'un emprunt devient supérieure à sa valeur boursière, la différence est actée en réduction de valeur de manière à aligner sa valeur comptable sur sa valeur boursière. Si ces réductions de valeur diminuent ou disparaissent lors de l'exercice suivant, une reprise de provision a lieu. Par contre, si la valeur comptable de l'emprunt est inférieure à sa valeur boursière, dans un souci de prudence comptable, aucune plus-value n'est enregistrée dans le compte de résultats.

##### Autres actifs

Sous cet intitulé, sont repris essentiellement les lots tirés au cours de l'exercice sous revue mais payés l'année suivante.

##### Comptes de régularisation

Cette rubrique comprend les intérêts courus mais non perçus, c'est-à-dire la partie des intérêts afférente à l'exercice considéré qui ne sera réellement encaissée qu'au cours de l'exercice comptable suivant.

#### Passif

##### Avances consenties par l'État belge

Les avances de l'État belge constituent la source principale de financement externe du portefeuille de fonds publics. Le taux applicable à une avance est égal au dernier taux marginal des opérations principales de refinancement (MRO-Marginal Rate) fixé par la BCE. Chaque jour ouvrable bancaire, les intérêts sont payés lors du remboursement d'une avance.

##### Cessions-rétrocessions

Dans cette rubrique est enregistrée la contre-valeur des titres du Fonds des Rentes mis à la disposition de LCH.Clearnet dans le cadre de cessions-rétrocessions de titres.

Ce mécanisme a été mis en place afin de permettre à LCH.Clearnet de pallier une éventuelle absence de livraison, à la date de liquidation prévue, de titres vendus sur le marché boursier du fixing.



### **Part de bénéfice à verser à l'État belge**

La part de bénéfice de l'État, à verser au Trésor le 31 mars de l'année qui suit l'exercice comptable, correspond au solde du bénéfice net constaté au bilan après déduction du montant destiné statutairement à la réserve.

### **Autres passifs**

Sous cette rubrique sont repris notamment les rémunérations et charges sociales relatives à l'exercice considéré mais qui ne seront payées qu'au cours de l'année suivante.

### **Provision pour pensions et obligations similaires**

Cette provision couvre les engagements contractuels relatifs au personnel, constitués au cours d'un exercice mais qui ne seront déboursés que lors d'un exercice ultérieur.

### **Dotation du Trésor public**

Ce poste reprend le montant que l'État belge a alloué au Fonds des Rentes en application de l'article 9 de la loi du 19 juin 1959.

### **Réserve**

En vertu de l'article 6 des statuts du Fonds des Rentes, la réserve est normalement alimentée à concurrence de 3 p.c. de la dotation par an, soit environ 2 millions.

## **POSTES HORS BILAN**

### **Opérations au comptant de titres en voie de liquidation**

Les achats et les ventes de titres conclus au comptant dont le délai de liquidation n'est pas encore écoulé sont repris pour leur valeur comptable.

### **Garanties données**

Dans le poste « actifs grevés de sûretés réelles pour compte propre » figure la valeur nominale des titres cédés à LCH.Clearnet dans le cadre des cessions-rétrocessions décrites ci-avant dans les comptes de passif du bilan et gagés dans le cadre du système de compensation opéré par LCH.Clearnet afin de garantir la bonne fin des opérations.

### **Valeurs de tiers reçues en dépôt**

Le poste « euros à livrer à terme » reprend la contre-valeur des espèces à remettre à LCH.Clearnet lors du dénouement des cessions-rétrocessions avec cette dernière.

## 3.2 FLUCTUATIONS DU PORTEFEUILLE DE FONDS PUBLICS

La valeur nominale du portefeuille de fonds publics a régressé, revenant de 217,9 millions à la fin de l'exercice précédent à 204,7 millions.

**TABLEAU 3.2 MOUVEMENTS DU PORTEFEUILLE DE FONDS PUBLICS SELON LA NATURE DES OPÉRATIONS**  
(valeur nominale en millions d'euros)

Fin de période	Portefeuille <sup>1</sup>	Mouvement par rapport à la fin de la période précédente	Nature des opérations					
			Opérations nettes en bourse (+ : achats ; - : ventes)	Souscriptions (+)		Remboursements (-)		Opérations nettes hors bourse (+ : achats ; - : ventes)
				aux bons d'État	aux obligations linéaires	Encaissements	Échanges	
(a)	(b) = (c) à (h)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	
2001 .....	191,1	-13,0	+99,2	+32,1	+0,2	-37,8	-0,2	-106,5
2002 .....	214,6	+23,5	+136,9	+32,4	+0,4	-11,2	-0,4	-134,6
2003 .....	210,4	-4,2	+168,9	+32,8	+0,7	-35,5	-0,7	-170,4
2004 .....	217,9	+7,5	+135,5	+31,2	+8,0	-36,5	-	-130,7
2005 .....	204,7	-13,2	+133,2	+30,6	-	-35,1	-	-141,9
2005 1 <sup>er</sup> trimestre ..	218,8	+0,9	+40,2	+7,6	-	-8,8	-	-38,1
2 <sup>e</sup> trimestre ..	207,6	-11,2	+33,8	+7,7	-	-8,3	-	-44,5
3 <sup>e</sup> trimestre ..	205,2	-2,4	+33,4	+7,5	-	-8,9	-	-34,3
4 <sup>e</sup> trimestre ..	204,7	-0,5	+25,8	+7,8	-	-9,1	-	-25,0

1 Y compris les transactions restant à liquider.

Les interventions régulatrices du Fonds sur le marché du fixing ont donné lieu à un achat net de titres pour un montant de 133,2 millions, soit un montant un peu inférieur aux 135,5 millions que le Fonds avait pris en portefeuille par cette voie en 2004.

Le Fonds a souscrit aux bons d'État pour 30,6 millions, soit un peu moins que les souscriptions enregistrées l'année antérieure, d'un montant de 31,2 millions. La cessation des émissions d'obligations linéaires destinées aux particuliers explique l'absence de souscriptions d'obligations linéaires par le Fonds des Rentés.

Les encaissements de titres remboursables se sont élevés à 35,1 millions.

Les opérations hors bourse se sont clôturées par une vente nette de 141,9 millions, contre un solde vendeur de 130,7 millions l'année précédente. Cette progression est liée à la vente de la majeure partie du portefeuille d'obligations linéaires du Fonds, avec lequel celui-ci régula ces valeurs sur le marché du fixing. De ce fait, la part des obligations linéaires dans le portefeuille a enregistré un net recul, revenant de 7 p.c. lors de l'exercice précédent à juste un peu moins de 1 p.c., ce qui correspond à une diminution de 12,9 millions en valeur absolue. La part des bons d'État dans le portefeuille a dès lors augmenté, passant de 90 p.c. lors de l'exercice précédent à près de 96 p.c., mais en valeur absolue, cela correspondait à une baisse limitée, de 0,3 million. Fin 2005, les emprunts classiques représentaient encore un peu plus de 3 p.c. du portefeuille.

## 3.3 RÉSULTATS

### 3.3.1 RÉSULTATS FINANCIERS SUR LE PORTEFEUILLE

Au cours de l'exercice, un résultat financier positif de 8,3 millions a été enregistré sur le portefeuille de fonds publics. Il se compose de 5,7 millions de résultats financiers courants et de 2,6 millions de résultats non récurrents sur transactions.

**TABLEAU 3.3.A APERÇU GLOBAL**  
(millions d'euros)

Fin d'année	Résultats financiers sur le portefeuille de fonds publics <sup>1</sup>	Revenus d'actions	Reprise de réductions de valeur sur le portefeuille de fonds publics	Frais généraux administratifs	Réductions de valeur sur fonds publics	Résultat net (+ : profit ; - : perte)
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f) = (a) à (e)
2001 .....	+8,5	+0,1	+0,4	-1,7	...	+7,3
2002 .....	+8,6	...	+0,1	-1,9	...	+6,8
2003 .....	+11,1	...	...	-1,9	-0,2	+9,0
2004 .....	+8,1	...	+0,2	-2,0	...	+6,3
2005 .....	+8,3	...	...	-1,9	-0,4	+6,0
Différence 2005-2004 .....	+0,2	...	-0,2	+0,1	-0,4	-0,3

1 Voir tableau 3.3.B ci-après, colonne (e).

**TABLEAU 3.3.B RÉSULTATS FINANCIERS SUR LE PORTEFEUILLE DE FONDS PUBLICS**  
(millions d'euros)

	Résultats d'intérêts	Coûts de financement	Résultats financiers courants	Résultats sur transactions	Résultats financiers
	(a)	(b)	(c) = (a) + (b)	(d)	(e) = (c) + (d)
2001 .....	+10,1	-3,4	+6,7	+1,8	+8,5
2002 .....	+9,5	-2,4	+7,1	+1,5	+8,6
2003 .....	+8,8	-2,0	+6,8	+4,3	+11,1
2004 .....	+8,0	-1,8	+6,2	+1,9	+8,1
2005 .....	+7,4	-1,7	+5,7	+2,6	+8,3
Différence 2005-2004 .....	-0,6	+0,1	-0,5	+0,7	+0,2
2005 1 <sup>er</sup> trimestre .....	+1,9	-0,5	+1,4	+0,6	+2,0
2 <sup>e</sup> trimestre .....	+1,8	-0,4	+1,4	+1,1	+2,5
3 <sup>e</sup> trimestre .....	+1,8	-0,4	+1,4	+0,7	+2,1
4 <sup>e</sup> trimestre .....	+1,9	-0,4	+1,5	+0,2	+1,7

**TABEAU 3.3.C RENDEMENT BRUT DES MOYENS PROPRES<sup>1</sup>**  
(pour cent sur une base annuelle)

	Taux de rendement moyen du portefeuille <sup>2</sup>	Taux moyen de financement via les avances de l'État belge <sup>3</sup>	Rendement moyen brut, avant les résultats sur transactions, des moyens propres <sup>4</sup>
	(a)	(b)	(c)
2001 .....	4,99	4,18	5,56
2002 .....	4,66	3,18	5,52
2003 .....	3,99	2,21	5,18
2004 .....	3,61	2,04	4,66
2005 .....	3,47	2,09	4,28
2005 1 <sup>er</sup> trimestre .....	3,46	2,08	4,36
2 <sup>e</sup> trimestre .....	3,43	2,07	4,24
3 <sup>e</sup> trimestre .....	3,33	2,07	4,04
4 <sup>e</sup> trimestre .....	3,68	2,15	4,49

1 Les moyens propres au sens large comprennent essentiellement la dotation du Trésor public, la réserve, la part de bénéfice à verser à l'État belge, l'éventuelle réduction de valeur actée sur le portefeuille, les résultats d'intérêts et sur transactions, déduction faite des intérêts payés.

2 Ratio entre les résultats d'intérêts et la moyenne journalière du portefeuille durant la période considérée.

3 Ratio, recalculé sur une base annuelle, entre les coûts de financement et la moyenne journalière des avances de l'État belge durant la période considérée. Le taux applicable aux avances consenties par l'État belge a été modifié le 1<sup>er</sup> janvier 2004.

4 Ratio entre, d'une part, les résultats d'intérêts sur le portefeuille de fonds publics diminués des coûts de financement recalculés sur une base annuelle et, d'autre part, la moyenne journalière des moyens propres durant la période considérée.

Les résultats financiers courants sur le portefeuille de fonds publics s'obtiennent en déduisant des résultats d'intérêts les intérêts sur les avances consenties par l'État belge, qui assurent partiellement son financement. La part autofinancée du portefeuille a contribué à concurrence de 4,6 millions aux résultats financiers courants et la part du portefeuille financé par des moyens externes y a contribué pour un montant de 1,1 million. En effet, le rendement moyen du portefeuille a été supérieur à son coût de financement moyen.

Les résultats financiers courants ont régressé de 0,5 million par rapport à l'exercice précédent, étant donné que les résultats d'intérêts ont diminué davantage que les coûts de financement.

### 3.3.1.1 Résultats d'intérêts

Les résultats d'intérêts se composent, d'une part, des intérêts bruts promérités et, d'autre part, de la différence entre la valeur comptable des titres, recalculée en fin de période d'après leur rendement actuariel moyen, et leur valeur comptable moyenne antérieure. Les différences d'évaluation, qui résultent de la revalorisation aux cours de bourse des emprunts à lots et à tirages par rapport à leur précédente valeur d'inventaire, sont également intégrées dans ces résultats en fin d'année.

Les résultats d'intérêts de l'exercice ont atteint 7,4 millions, affichant une baisse de 0,6 million par rapport à l'exercice précédent. Celle-ci résulte de la diminution du taux de rendement moyen du portefeuille, qui est revenu de 3,61 p.c. en 2004 à 3,47 p.c.

### 3.3.1.2 Intérêts sur les avances consenties par l'État belge

Les intérêts sur les avances de l'État belge se sont inscrits en légère baisse, revenant de 1,8 million en 2004 à 1,7 million. Le taux d'intérêt appliqué à une avance est le dernier taux marginal des opérations principales de refinancement (MRO-Marginal Rate) fixé par la BCE. Chaque jour ouvrable bancaire, les intérêts sont payés lors du remboursement d'une avance.

### 3.3.1.3 Résultats sur transactions

Les résultats sur transactions se composent des différences entre, d'une part, le produit des ventes de titres durant l'exercice et, d'autre part, la valeur comptable moyenne de ces titres. Étant donné que la valeur boursière des emprunts du portefeuille a dépassé leur valeur comptable moyenne durant la majeure partie de l'année, les ventes ont produit, dans la plupart des cas, des plus-values. De ce fait, les résultats sur transactions de l'année se sont clôturés par un bénéfice de 2,6 millions.

## 3.3.2 REVENUS D'ACTIONS

Le Fonds des Rentes détient en portefeuille des actions de jouissance de la Société nationale des chemins de fer belges (SNCB). Un dernier paiement de dividende a eu lieu en 2001.

## 3.3.3 FRAIS GÉNÉRAUX ADMINISTRATIFS

Les frais généraux administratifs sont constitués des rémunérations, charges sociales et pensions ainsi que des autres frais administratifs.

Le Fonds des Rentes apporte, conformément à l'article 2, 2<sup>o</sup> de sa loi organique, son concours technique sur le plan des ressources humaines nécessaires aux activités de l'Agence de la Dette créée au sein de l'Administration de la Trésorerie. Un montant de 1,5 million a été consacré aux rémunérations, charges sociales et pensions y afférentes.

Les autres frais administratifs, qui se sont montés à 0,4 million, comprennent principalement les coûts liés à la surveillance du marché hors bourse réglementé des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie, ainsi que les frais de bourse.

## 3.3.4 RÉDUCTIONS DE VALEUR SUR LE PORTEFEUILLE DE FONDS PUBLICS

La hausse des taux d'intérêt à court et à moyen terme a entraîné un recul de la valeur boursière des obligations dans ces segments. Dans un souci de prudence comptable, une réduction de valeur a dû être appliquée pour ces valeurs du portefeuille à la fin de l'exercice, de manière à aligner la valeur comptable sur la valeur boursière. Ces réductions de valeur ont atteint un montant total de 0,4 million.

### 3.3.5 BÉNÉFICE NET DE L'EXERCICE

L'exercice comptable s'est clôturé par un bénéfice net à affecter de 6 millions. Celui-ci est la résultante des résultats financiers sur le portefeuille pour 8,3 millions, de réductions de valeur sur le portefeuille de fonds publics à concurrence de 0,4 million, et de charges diverses à concurrence de 1,9 million.

En vertu des règles de distribution du résultat net contenues dans l'article 6 des statuts du Fonds des Rentes, 2,1 millions ont été versés à la réserve et le solde, à savoir 3,9 millions, a été versé au Trésor le 31 mars 2006.

# Annexe statistique

TABLEAU S.1 EMPRUNTS PLACÉS SOUS LE CONTRÔLE DU FONDS DES RENTES<sup>1</sup>

Fin d'année	Emprunts classiques (a)	Bons d'État (b)	Obligations linéaires (c)	Total (d) = (a) à (c)	Variation annuelle (e)
A. Nombre d'emprunts					
2001 .....	21	44	19	84	+2
2002 .....	18	52	20	90	+6
2003 .....	14	54	21	89	-1
2004 .....	12	56	25	93	+4
2005 .....	12	56	21	89	-4
B. Montant nominal en circulation (milliards d'euros)					
2001 .....	17,7	7,1	185,7	210,5	+5,9
2002 .....	12,4	8,4	196,6	217,4	+6,9
2003 .....	5,7	8,5	205,1	219,3	+1,9
2004 .....	0,1	8,2	210,1	218,4	-0,9
2005 .....	0,1	7,2	214,3	221,6	+3,2
C. Capitalisation de l'encours <sup>2</sup> (milliards d'euros)					
2001 .....	18,7	7,2	197,4	223,3	+7,1
2002 .....	13,0	8,7	215,9	237,6	+14,3
2003 .....	6,0	8,7	221,4	236,1	-1,5
2004 .....	0,1	8,4	231,1	239,6	+3,5
2005 .....	0,1	7,3	236,8	244,2	+4,6

Sources : Ministère des Finances et Fonds des Rentes.

1 Les emprunts classiques et les bons d'État sont considérés comme étant en circulation dès le jour prévu de clôture de la souscription et les obligations linéaires dès leur adjudication ou la date de clôture de la syndication.

2 Les emprunts classiques et les bons d'État sont évalués à leur cours de bourse. Les obligations linéaires sont évaluées aux cours de référence publiés par le Fonds des Rentes.

TABLEAU S.2 TAUX DE RENDEMENT BRUTS À MATURITÉ CONSTANTE DES OBLIGATIONS LINÉAIRES <sup>1</sup>

Fin de période	Durée restant à courir (en années)										
	1	2	3	4	5	6	7	10	15	20	25
2001 .....	3,22	3,69	4,09	4,39	4,57	4,72	4,85	5,15	5,34	5,46	5,52
2002 .....	2,61	2,78	3,02	3,32	3,56	3,74	3,90	4,34	4,65	4,83	4,91
2003 .....	2,18	2,62	3,02	3,35	3,60	3,80	3,97	4,36	4,65	4,86	4,95
2004 .....	2,23	2,47	2,69	2,89	3,07	3,22	3,37	3,70	3,97	4,16	4,29
2005 Janvier .....	2,18	2,40	2,61	2,80	2,96	3,11	3,24	3,57	3,78	3,93	4,04
Février .....	2,22	2,49	2,73	2,94	3,12	3,27	3,41	3,73	3,93	4,07	4,17
Mars .....	2,24	2,48	2,71	2,92	3,09	3,24	3,38	3,71	3,89	4,03	4,14
Avril .....	2,09	2,29	2,48	2,66	2,84	2,99	3,14	3,51	3,69	3,84	3,98
Mai .....	2,05	2,20	2,36	2,53	2,69	2,84	2,98	3,34	3,56	3,72	3,84
Juin .....	1,98	2,08	2,20	2,36	2,53	2,69	2,83	3,19	3,42	3,58	3,69
Juillet .....	2,09	2,22	2,36	2,51	2,66	2,80	2,93	3,28	3,48	3,63	3,73
Août .....	2,10	2,22	2,35	2,48	2,62	2,74	2,86	3,18	3,36	3,50	3,61
Septembre .....	2,20	2,35	2,49	2,61	2,72	2,82	2,91	3,19	3,34	3,47	3,57
Octobre .....	2,44	2,60	2,76	2,90	3,02	3,11	3,19	3,44	3,54	3,66	3,77
Novembre .....	2,64	2,76	2,88	3,00	3,10	3,18	3,25	3,46	3,53	3,64	3,75
Décembre .....	2,68	2,80	2,91	2,98	3,04	3,09	3,15	3,32	3,36	3,44	3,54

Source: Fonds des Rentes.

1 La série reprend les rendements à maturité constante à partir d'une courbe de rendement calculée selon la méthode de la courbe « cubic spline ». La méthodologie de calcul est décrite dans un article publié en mars 1994 dans le Bulletin de la BNB.



TABLEAU S.3 TAUX DE RENDEMENT SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE DE L'EMPRUNT DE RÉFÉRENCE À 10 ANS<sup>1</sup>

Fin de période	Belgique	Allemagne	France	Pays-Bas	États-Unis <sup>2</sup>	Japon
A. Taux de rendement						
2001 .....	5,13	4,94	5,01	5,05	5,14	1,37
2002 .....	4,32	4,21	4,26	4,22	3,85	0,90
2003 .....	4,34	4,32	4,30	4,29	4,31	1,39
2004 .....	3,68	3,69	3,67	3,66	4,30	1,44
2005 Janvier .....	3,55	3,56	3,55	3,53	4,21	1,28
Février .....	3,68	3,68	3,71	3,66	4,31	1,46
Mars .....	3,73	3,64	3,68	3,62	4,61	1,30
Avril .....	3,49	3,39	3,43	3,36	4,23	1,25
Mai .....	3,38	3,30	3,32	3,24	4,08	1,25
Juin .....	3,22	3,15	3,15	3,18	4,03	1,18
Juillet .....	3,29	3,22	3,27	3,26	4,25	1,31
Août .....	3,19	3,13	3,18	3,16	4,14	1,35
Septembre .....	3,19	3,14	3,18	3,16	4,33	1,49
Octobre .....	3,43	3,39	3,42	3,41	4,63	1,56
Novembre .....	3,45	3,45	3,45	3,43	4,46	1,44
Décembre .....	3,32	3,29	3,30	3,28	4,41	1,48
B. Différentiel de rendement par rapport à la Belgique						
2001 .....		-0,19	-0,12	-0,08	0,01	-3,76
2002 .....		-0,11	-0,06	-0,10	-0,47	-3,42
2003 .....		-0,02	-0,04	-0,05	-0,03	-2,95
2004 .....		0,01	-0,01	-0,02	0,62	-2,24
2005 Janvier .....		0,01	...	-0,02	0,66	-2,27
Février .....		...	-0,03	-0,02	0,63	-2,22
Mars .....		-0,09	-0,05	-0,11	0,88	-2,43
Avril .....		-0,10	-0,06	-0,13	0,74	-2,24
Mai .....		-0,08	-0,06	-0,14	0,70	-2,13
Juin .....		-0,07	-0,07	-0,04	0,81	-2,04
Juillet .....		-0,07	-0,02	-0,03	0,96	-1,98
Août .....		-0,06	-0,01	-0,03	0,95	-1,84
Septembre .....		-0,05	-0,01	-0,03	1,14	-1,70
Octobre .....		-0,04	-0,01	-0,02	1,20	-1,87
Novembre .....		...	...	-0,02	1,01	-2,01
Décembre .....		-0,03	-0,02	-0,04	1,09	-1,84

Source : Fonds des Rentes.

<sup>1</sup> Taux de rendement, calculés avant les éventuelles retenues fiscales à la source, de l'emprunt de référence à 10 ans du secteur public. Les données sont relevées vers 12 heures.

<sup>2</sup> Les taux de rendement sont recalculés sur une base annuelle pour tenir compte du paiement semestriel des intérêts.

# Liste des abréviations

---

BCE	Banque centrale européenne
BNB	Banque nationale de Belgique
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
ICMA	International Capital Market Association
MTS	Mercato Telematico dei Titoli di Stato
OLO	Obligations linéaires

# Signes conventionnels

---

_	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
...	zéro ou quantité négligeable
n.	non disponible
p.b.	point de base
p.c.	pour cent

Éditeur responsable

**Jean-Pierre Arnoldi**

**Président**

Avenue des Arts 30 – BE -1040 Bruxelles

Personne de contact pour le rapport du Fonds des Rentes

**Herwig Smissaert**

**Délégué du Fonds des Rentes**

Tél. +32 2 221 43 28 – Fax +32 2 221 31 02

[herwig.smissaert@nbb.be](mailto:herwig.smissaert@nbb.be)

Mise en page

**BNB Prepress & Image**

Impression

**IMPRIMERIE MASSOZ**

Rue du Parc 44 – BE - 4432 Allieur (Liège)