

# Rapport 2006



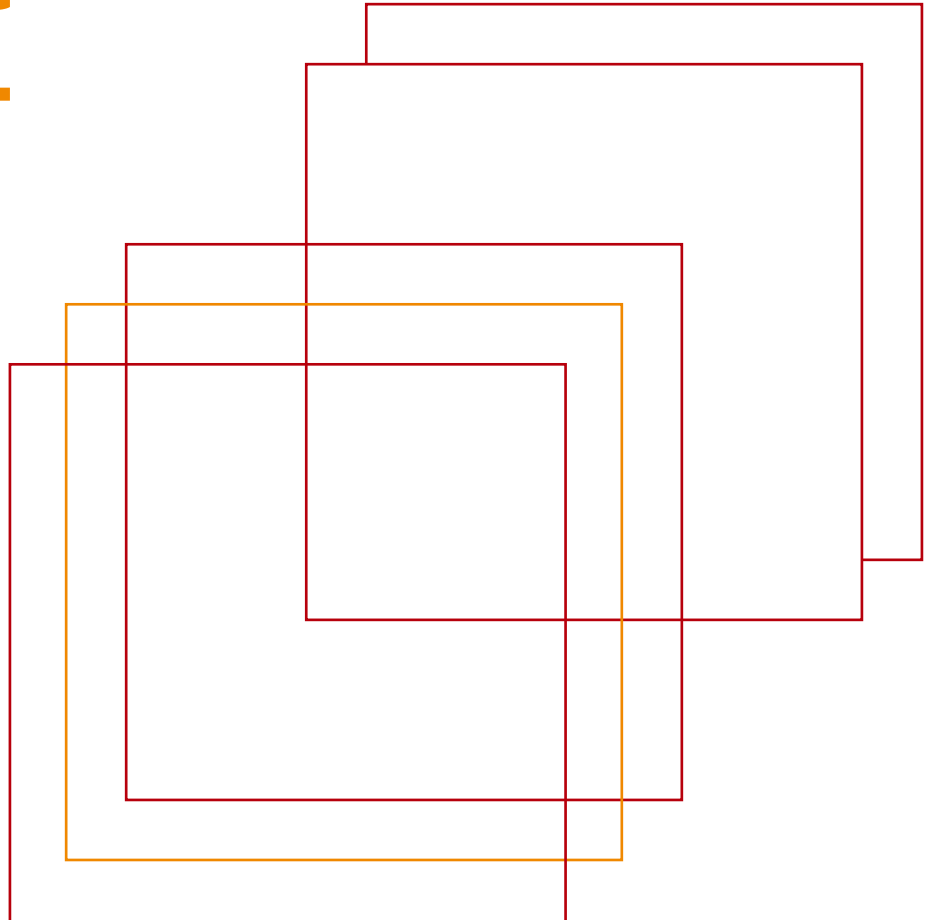
Fonds des Rentes



# Rapport 2006



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

La directive européenne MiFID concernant les marchés d'instruments financiers entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007. La Commission européenne vise avec cette directive à stimuler la compétitivité sur les marchés financiers européens. Les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation (MTF) pourront se concurrencer sur un pied d'égalité. Les entreprises d'investissement pourront également traiter des transactions systématiquement en interne : cela signifie qu'elles pourront intervenir comme contrepartie, en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF, pour les ordres de clients. En compensation, la directive MiFID impose d'importantes obligations en matière de transparence, améliore sensiblement la protection des investisseurs et prévoit la mise au point d'un système d'échange de déclarations des transactions entre les autorités de contrôle. En effet, la fragmentation du marché en marchés réglementés, MTF et internalisateurs systématiques pourrait, d'une part, nuire à la transparence du marché, ce qui pourrait porter préjudice aux intérêts des investisseurs, et d'autre part, compliquer la surveillance du marché. Le présent avant-propos se penche sur les éventuelles implications de la directive MiFID pour le marché hors bourse réglementé par le Fonds des Rentes.

Les obligations contraignantes en matière de *transparence* auxquelles devront se conformer les marchés réglementés, les MTF et les internalisateurs systématiques ne s'appliqueront, à partir du 1<sup>er</sup> novembre 2007, qu'aux actions. En vertu de l'article 65 de la directive, la Commission européenne se penche sur une extension éventuelle de ces obligations à d'autres instruments financiers. À la fin de 2007, elle présentera au Conseil de l'Union européenne et au Parlement européen un rapport sur le sujet. Lors de l'appel à contribution de la Commission du 12 juin 2006, les obligations d'État figuraient au sommet de la liste d'instruments auxquels elle voulait voir s'appliquer les nouvelles règles de transparence. Le 13 novembre 2006, la Commission a publié un compte rendu des réponses à la consultation qu'elle avait organisée. Une très large majorité des répondants se déclara opposée à l'élargissement de ces obligations aux obligations d'État et plaidait en faveur d'un statu quo. La Commission s'est engagée à mener un dialogue constructif en vue d'examiner si l'autorégulation pouvait offrir une solution alternative à l'imposition d'obligations de transparence.

À partir du 1<sup>er</sup> novembre 2007, les transactions sur MTF cesseront de toute manière de relever du marché réglementé hors bourse, de telle sorte que ce dernier ne se composera plus que de transactions par téléphone. Si, à terme, les obligations de transparence imposées aux actions par la directive MiFID s'étendaient aux obligations d'État, les implications pour le marché réglementé hors bourse pourraient être fort importantes. En effet, en vertu des règles de transparence imposées par la directive MiFID, les transactions par téléphone qui seront effectuées de gré à gré bénéficieront d'obligations plus souples en matière de transparence – notamment pas de transparence avant négociation – que lorsque celles-ci sont effectuées sur le marché réglementé hors bourse. En outre, le marché hors bourse réglementé devrait disposer d'un système de transparence avant et après négociation performant, ce qui induirait des frais supplémentaires pour les utilisateurs. Toutes ces contraintes pourraient inciter les investisseurs professionnels à négocier en dehors du marché réglementé hors bourse.

La directive impose des obligations supplémentaires aux entreprises d'investissement, en vue d'améliorer sensiblement la *protection des investisseurs*. Ces entreprises devront prendre toutes les mesures raisonnables afin d'obtenir le meilleur résultat possible pour leur clientèle (principe dit de « best execution »). Pour ce faire, elles devront élaborer une politique d'exécution des ordres qui garantisse de manière continue que les ordres des clients sont exécutés de la meilleure manière possible et qui doit se différencier en fonction du type d'instrument, du type de client et

des différents lieux d'exécution des ordres. Cette réglementation ne s'appliquera toutefois pas aux « contreparties éligibles » à moins que celles-ci n'en fassent la demande. Les contreparties éligibles sont des contreparties professionnelles telles que les entreprises d'investissement, les établissements de crédit et les investisseurs institutionnels. Étant donné que le marché réglementé hors bourse est un marché de professionnels, ces mesures protectrices qui sont administrativement complexes ne devraient entraîner qu'un effet limité sur lui.

La directive MiFID impose aux différentes autorités nationales de contrôle de mettre au point un système *d'échange de déclarations des transactions*, de telle sorte que l'autorité de contrôle compétente dispose d'un aperçu global des transactions effectuées. Alors que le Fonds des Rentes ne dispose à l'heure actuelle que d'informations sur les transactions effectuées par les membres de son marché, il disposera à l'avenir, sur la base des informations transmises par la CBFA, d'une vue d'ensemble des transactions conclues dans l'Espace économique européen en ce qui concerne les instruments pour lesquels il est compétent. Cette bonne collaboration ne peut qu'améliorer la qualité de la surveillance du Fonds des Rentes, exercée pour le compte de la CBFA qui en assume la responsabilité ultime.

Bref, au cours des années à venir, la pertinence du marché réglementé hors bourse sera mise à l'épreuve, essentiellement parce que son caractère décentralisé risque de se heurter à la prémisse implicite de la directive MiFID selon laquelle un marché réglementé se fonde sur un système de négociation électronique centralisé. Par ailleurs, la directive offre également des opportunités d'améliorer la qualité de la surveillance du marché. Le Fonds des Rentes examine tous les scénarios possibles afin de faire face aux défis qui se posent, ainsi que de tirer un maximum de profit des possibilités offertes. Dans ce contexte, l'optimisation de l'intégrité du marché belge de fonds publics est l'objectif central.

# Comité du Fonds des Rentes

---

Composition au 31 décembre 2006

- 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 Le marché centralisé en bourse	14
1.3 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	34
3. COMPTES ANNUELS	37
3.1 Évolution des principaux postes du bilan du Fonds des Rentes	40
3.2 Fluctuations du portefeuille de fonds publics	43
3.3 Résultats	44
ANNEXE STATISTIQUE	49
ANNEXE JURIDIQUE	53
LISTE DES ABRÉVIATIONS	61
SIGNES CONVENTIONNELS	63

## REMARQUE PRÉLIMINAIRE

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



# 1. Marchés secondaires des fonds publics

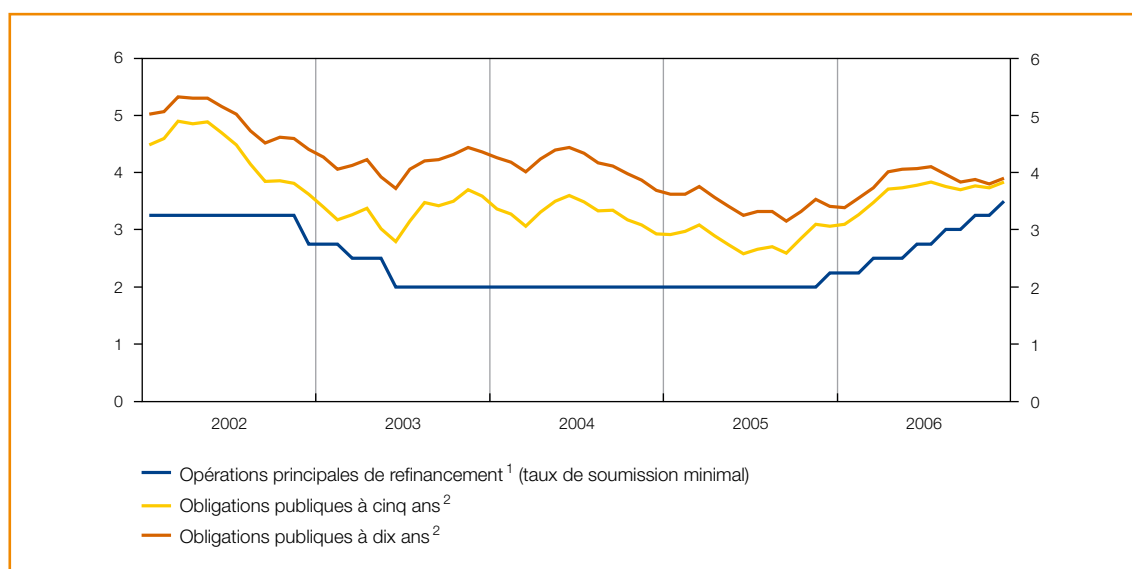
## 1.1 ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT

Malgré un léger ralentissement en cours d'année, la croissance de l'économie mondiale est demeurée très robuste en 2006. Comme les années précédentes, ce sont les pays d'Asie, en particulier la Chine, qui ont le plus contribué à cette expansion. Parmi les économies avancées, la progression de l'activité a quelque peu convergé, grâce à l'accélération observée dans l'Union européenne et en raison du ralentissement survenu aux États-Unis, suite principalement à la contraction du marché du logement, après le premier trimestre de 2006.

Aux États-Unis, le Federal Open Market Committee a une nouvelle fois relevé son taux directeur, qui est passé de 4,25 p.c. fin 2005 à 5,25 p.c. mi-2006. Ce taux est resté inchangé le reste de l'année vu le ralentissement de la croissance économique et la détente attendue des pressions inflationnistes. Compte tenu de la vigueur de la croissance économique et des risques pour la stabilité des prix qui en résultaient, la BCE a progressivement relevé son taux de référence de 2,25 p.c. fin 2005 à 3,50 p.c. Au Japon, la reprise économique s'est poursuivie et l'inflation est redevenue positive, si bien que la banque centrale japonaise a officiellement mis un terme en mars à sa politique d'octroi de liquidités abondantes à taux zéro et a, pour la première fois en cinq ans, relevé son taux d'intérêt directeur de 25 p.b. en juillet.

GRAPHIQUE 1.1 TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEUR ET À LONG TERME DANS LA ZONE EURO

(moyennes mensuelles, sauf mention contraire)



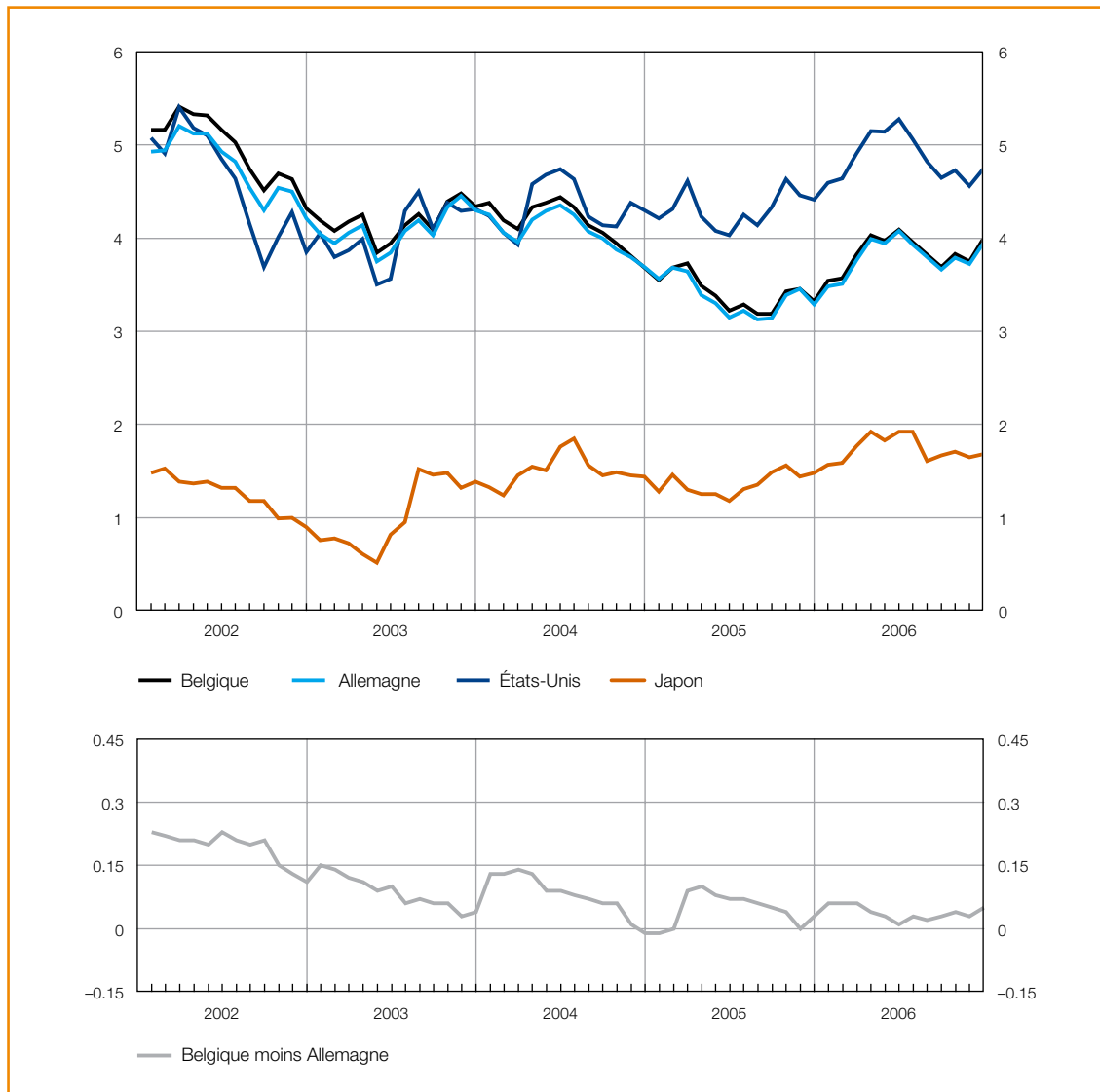
Sources : Thomson Financial Datastream et BCE.

1 Données à la fin du mois.

2 Moyenne des taux de rendement sur les obligations émises par les États membres de la zone euro, pondérée par les encours respectifs de la dette publique.

## GRAPHIQUE 1.2 TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME<sup>1</sup>

(données à la fin du mois)



Sources : BNB et Fonds des Rentes.

<sup>1</sup> Taux 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. 51). 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.

Aux États-Unis et en Europe, les taux d'intérêt à long terme ont continué de croître au premier semestre avant de fléchir quelque peu au cours de la seconde moitié de l'année. Par solde, les taux longs ont toutefois augmenté tant en Europe (+67 p.b.) qu'aux États-Unis (+33 p.b.). La courbe des taux s'est aplatie en Europe et s'est même inversée aux États-Unis, suite à une hausse plus marquée des taux courts. Globalement, les taux d'intérêt à long terme sont restés à un niveau très faible suite au bas niveau de la prime de risque que les investisseurs ont demandée pour détenir des instruments à plus long terme. Ce bas niveau de la prime de risque est en partie attribuable à la plus grande stabilité macroéconomique, résultant principalement de la crédibilité et de la transparence des banques centrales dans leur lutte contre l'inflation. Ce phénomène reflète également la demande en forte

hausse d'obligations à long terme de la part des sociétés d'assurances et des fonds de pension ainsi que le recyclage des surplus d'épargne considérables accumulés par les économies émergentes d'Asie et les pays producteurs de pétrole au cours des dernières années.

Les taux d'intérêt à long terme ont également augmenté par solde au Japon (de 20 p.b.) en raison de la perception par les opérateurs de marché que la reprise de l'économie japonaise était durable et du lancement par la banque centrale japonaise d'un cycle de relèvement des taux d'intérêt.

L'écart de rendement moyen entre les emprunts de référence à dix ans allemand et belge a de nouveau légèrement diminué, passant de 5 p.b. en 2005 à 4 p.b. en 2006. La réduction tendancielle, depuis le début de 2001, de cet écart s'explique principalement 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. Une perception plus positive de la situation économique en Allemagne a mis un terme fin 2006 à la réduction de cet écart, évolution également observée dans les pays voisins.

## Rating de l'État belge

L'amélioration continue des finances publiques en Belgique a conduit deux des trois principales agences de notation à augmenter l'appréciation de la dette à long terme de l'État belge. En mars, Moody's Investor Service a changé la perspective de la notation Aa1 de stable à positive et, en mai, Fitch Ratings a augmenté la notation de la dette à long terme de AA à AA+, assortie d'une perspective stable, tandis que Standard & Poor's confirmait en avril la notation AA+ avec une perspective stable.

Dans les faits, le différentiel de rendement par rapport aux pays de la zone euro de notation AAA comme les Pays-Bas et la France est devenu tellement réduit, de l'ordre de 2 p.b., que le marché considère la dette belge comme quasi aussi sûre et liquide que celle de ces pays. La prime payable trimestriellement pour se protéger d'un défaut de paiement sur la dette belge dans les dix prochaines années, indiquée par les contrats « credit default swaps » et exprimée sur une base annuelle, a diminué de 3,75 p.b. début 2006 à 3 p.b. début 2007. À titre de comparaison, la prime équivalente à payer pour la France et les Pays-Bas, qui bénéficient tous deux de la meilleure notation AAA, se monte à 2,25 p.b.

## 1.2 MARCHÉ BOURSIER CENTRALISÉ

Le Fonds des Rentes a pour mission première d'assurer la liquidité du marché secondaire des titres de l'État, en faveur principalement des personnes qui interviennent sur ce marché en dehors de l'exercice d'une activité professionnelle. Il le fait soit en intervenant lui-même sur le marché du fixing, soit en s'assurant la collaboration d'apporteurs de liquidité sur le marché continu dans un cadre veillant à la protection des intérêts des petits porteurs.

Le Fonds garantit la liquidité des bons d'État et des emprunts classiques sur le marché du fixing. À cet effet, il 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>1</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.

Les obligations linéaires à taux fixe sont cotées sur le marché continu depuis avril 2005. La liquidité de ce marché est garantie par l'intervention d'apporteurs de liquidité<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.

### 1.2.1 VOLUME DES TRANSACTIONS

Le volume global sur le marché du fixing a continué de se réduire, passant de 200,3 millions en 2004 à 181,5 millions. La diminution résulte surtout du fait qu'en 2005, les OLO étaient encore inclus durant les trois premiers mois dans les chiffres du marché du fixing. Ce sont essentiellement les vendeurs qui ont été moins actifs en offrant des titres à concurrence de 145,5 millions, contre 169,4 millions en 2004. Les achats se sont en revanche redressés de 36,4 millions en 2004 à 44,9 millions après que les placeurs aient constaté que les taux obligataires devenaient plus intéressants.

Par solde, le Fonds des Rentes a acheté un montant de 100,5 millions sur le marché du fixing, inférieur aux 133,3 millions enregistrés en 2004. L'intervention du Fonds des Rentes reste importante: il a été contrepartie des placeurs qui ont passé un ordre de vente ou d'achat sur le marché du fixing à concurrence de 48 p.c., contre 49 p.c. en 2004.

Le volume du marché continu, réservé aux OLO à taux fixe durant l'année sous revue, a continué de progresser, passant de 53,7 millions<sup>3</sup> en 2004 à 113,7 millions. Cette évolution s'explique par la cotation sur le marché continu durant une année entière contre neuf mois en 2004 mais aussi par l'attrait des spreads réduits entre cours à l'achat et à la vente et par la large plage horaire pendant laquelle des transactions peuvent être conclues. Le plus grand choix de titres disponibles à partir de mars 2007 avec l'introduction graduelle des bons d'État va sans doute encore renforcer l'attrait de ce marché comme exposé dans le point ci-après.

<sup>1</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 ;  
– 1 pour mille du capital nominal en circulation de la rente considérée.

<sup>2</sup> Les sociétés BinckBank N.V. et Van der Moolen Obligaties B.V.

<sup>3</sup> Comme le marché continu a démarré le 4 avril 2005, le volume porte sur une durée d'environ 9 mois.

**TABEAU 1.1 VOLUME DES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ BOURSIER DES RENTES**  
(valeur nominale en millions d'euros)

	Marché du fixing					Nombre de transactions (milliers)	Marché continu (g)
	Titres achetés		Titres vendus		Total (e) = (a) + (b) = (c) + (d)		
	par les placeurs (a)	par le Fonds des Rentes (b)	par les placeurs (c)	par le Fonds des Rentes (d)			
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>1</sup>
2006 .....	44,9	136,5	145,5	36,0	181,5	20,1	113,7
2006 Janvier .....	3,3	9,0	8,9	3,4	12,3	1,7	5,4
Février .....	3,1	13,2	14,0	2,4	16,4	1,7	8,3
Mars .....	5,3	14,9	15,8	4,4	20,2	2,3	14,9
Avril .....	3,9	9,0	10,0	2,9	12,9	1,5	7,9
Mai .....	3,6	12,8	13,7	2,7	16,4	1,7	16,9
Juin .....	5,5	12,2	13,4	4,3	17,7	1,8	23,8
Juillet .....	3,0	8,6	9,1	2,5	11,6	1,4	6,6
Août .....	2,3	8,4	8,6	2,1	10,7	1,6	6,5
Septembre .....	3,8	8,2	9,1	2,9	12,0	1,6	4,6
Octobre .....	3,6	15,5	16,3	2,8	19,1	1,6	7,8
Novembre .....	2,2	10,1	10,7	1,6	12,3	1,6	4,0
Décembre .....	5,3	14,6	15,9	4,0	19,9	1,6	7,0

Sources : Euronext Brussels et Fonds des Rentes.

<sup>1</sup> Le marché continu a démarré le 4 avril 2005.

## 1.2.2 TRANSFERT DES BONS D'ÉTAT VERS LE MARCHÉ CONTINU

Un groupe de travail composé d'Euronext, du Fonds des Rentes, de la Trésorerie et des liquidity providers actifs en obligations linéaires a étudié le transfert des bons d'État vers le marché continu. L'objectif était de permettre aux placeurs de bénéficier pour ces instruments également des avantages d'une cotation en continu.

Pour ce faire, des apporteurs de liquidité<sup>1</sup> qui se sont engagés à coter en continu les bons d'État ont été désignés. Le contrat d'apporteur de liquidité prévoit toutefois uniquement un prix minimum à la vente pour les placeurs en fonction du rendement des OLO additionné d'une marge pour tenir compte de la moindre liquidité des bons d'État. Cette limitation au côté vendeur se justifie du fait que les apporteurs de liquidité n'ont pas accès au marché primaire des bons d'État, qui est limité aux placeurs particuliers.

<sup>1</sup> Les mêmes que pour les OLO, soit BinckBank N.V. et Van der Moolen Obligaties B.V.

L'intégration des bons d'État dans le système X/N de la BNB était une condition préalable à leur transfert vers le marché continu. En effet, pour les apporteurs de liquidité une gestion efficace des flux d'achat et de vente, c.-à-d. sans paiements ni remboursements de précompte mobilier sur les intérêts courus, est indispensable. Le Ministre des Finances a donné son accord à l'incorporation de ces valeurs dans le système X/N qui, pour des raisons techniques, doit s'effectuer à la date du coupon. Les bons d'État dont le coupon échoit le 4 décembre et le 4 mars sont passés respectivement le 4 décembre 2006 et le 5 mars 2007 dans le système X/N. L'ensemble des échéances du 4 juin et du 4 septembre y passeront respectivement le 4 juin et le 4 septembre 2007. La moitié des bons d'État a été transférée au marché continu le 6 mars 2007, les autres le seront pour un quart en juin et pour le solde en septembre.

Afin de permettre aux apporteurs de liquidité d'emprunter les bons d'État qui ne leur auraient pas été livrés en cas de problème de liquidation, le Fonds des Rentes met une facilité de prêt de titres à leur disposition sous forme de cession-rétrocession. Par ailleurs, ils disposent également d'un accès indirect au système de prêt automatique du système de règlement/livraison de titres de la BNB.

### 1.2.3 DÉMATÉRIALISATION

En anticipant la dématérialisation des titres à partir de 2008, le Ministre des Finances a proposé à partir de septembre un bon d'État à huit ans entièrement dématérialisé en plus du classique bon d'État à cinq ans, disponible sous la forme de titres au porteur<sup>1</sup> et dématérialisés. La dématérialisation procure davantage de sécurité au placeur ainsi qu'une plus grande rapidité et un moindre coût lors de transactions sur le marché secondaire.

### 1.2.4 FUSION DE LA BOURSE EURONEXT AVEC LE NEW YORK STOCK EXCHANGE (NYSE)

Au terme d'une longue bataille avec Deutsche Börse, qui a finalement retiré son offre, la bourse new-yorkaise NYSE a fusionné le 4 avril 2007 avec la bourse paneuropéenne Euronext, sur lesquels sont notamment cotées les obligations de l'État belge et dont le Fonds des Rentes anime le marché du fixing.

La société ainsi formée, NYSE Euronext Inc., enregistrée dans l'État du Delaware, a été cotée à partir de cette date avec une capitalisation boursière initiale d'environ 19 milliards d'euros et devient de très loin le premier groupe boursier mondial fédérant les bourses de New York, de Paris, de Bruxelles, d'Amsterdam et de Lisbonne ainsi que la bourse de produits dérivés Euronext Liffe.

### 1.2.5 SINGLE ORDER BOOK (SOB) ET EUROCLEAR SETTLEMENT OF EURONEXT-ZONE SECURITIES (ESES)

Le projet ESES (Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities) consiste à intégrer le règlement/livraison de titres des marchés Euronext en une plate-forme unifiée de liquidation sur laquelle toutes les fonctionnalités, règles de marché et usages seront harmonisés. La Bourse de Bruxelles sera intégrée dans la phase 2 en 2008. Simultanément, le carnet d'ordre unique (Single Order Book) sera lancé qui mettra fin à la cotation d'un même titre sur différents marchés Euronext. Chaque

<sup>1</sup> Les bons d'État à cinq ans émis durant l'année sous revue viennent à échéance avant la date ultime du 31 décembre 2012 de conversion des titres au porteur en inscriptions nominatives ou en titres dématérialisés. Pour de plus amples explications sur la suppression des titres au porteur, voir le rapport annuel 2005, p. 14.

valeur sera reliée à une place de cotation de référence suivant des critères objectifs (volume de transaction le plus élevé et/ou place de cotation initiale). Quelques fonds publics belges ont été cotés à Paris et à Amsterdam par le passé.

## 1.3 MARCHÉ HORS BOURSE RÉGLEMENTÉ PAR LE FONDS DES RENTES

### 1.3.1 REMARQUE MÉTHODOLOGIQUE PRÉLIMINAIRE

Les statistiques relatives aux volumes des transactions d'achat / vente proviennent essentiellement des données du reporting imposé aux membres du marché réglementé hors bourse<sup>1</sup>. Ces données comportent également des transactions de sell/buyback, apparentées aux cessions-rétrocessions. Un système de dépistage permet de les soustraire des volumes déclarés, contrairement aux transactions de sell/buyback qui sont liquidées dans les systèmes internationaux de liquidation. De surcroît, les transactions d'achat/vente conclues par des non-membres du marché, pour qui l'obligation de déclaration au Fonds des Rentes n'est pas d'application, et liquidées dans les systèmes internationaux de liquidation, ce qui est le cas pour la plupart de ces transactions, n'apparaissent pas dans les statistiques de volume du Fonds des Rentes. Il est à remarquer que ces deux phénomènes ont un effet opposé sur les chiffres établis et se compensent dès lors partiellement.

### 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.

<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>1</sup> Voir encadré ci-dessus.

### 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>1</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> A l'exception des opérations sur le marché réglementé des non-membres de droit étranger.

La proportion de l'encours détenue dans les systèmes internationaux de liquidation donne une indication de l'étendue que ces imperfections méthodologiques peuvent occasionner. Elle s'élève à respectivement 42 p.c. en OLO et à 48 p.c. en certificats de trésorerie, soit en baisse de 1 point de pourcentage pour les OLO et inchangée pour les certificats de trésorerie.

## 1.3.2 OBLIGATIONS LINÉAIRES

Le volume des transactions d'achat/vente rapportées au Fonds des Rentes en obligations linéaires a fortement augmenté de quelque 28 p.c., passant de 610,5 milliards en 2005 à 784 milliards, une évolution qui contraste avec celle des marchés électroniques. En déduisant un montant estimé de 210,7 milliards de transactions de sell/buyback, le montant réel estimé des achats/ventes en OLO a augmenté de 495,2 milliards en 2005 à 573,3 milliards, une croissance de 16 p.c. alors que le volume réel diminuait encore de 11 p.c. l'année antérieure.

Le volume traité en obligations linéaires sur MTS Belgium a en revanche chuté de 32 p.c., passant de 118,2 milliards en 2005 à 80,7 milliards. La diminution a été encore plus forte sur EuroMTS: le chiffre d'affaires sur OLO a été divisé par deux, de 16,1 milliards à 8 milliards. La part du volume réalisé sur MTS Belgium des obligations linéaires qui sont également cotées sur EuroMTS est revenue de 77 p.c. à 72 p.c.

L'Agence de la Dette a racheté via un compartiment spécifique de MTS Belgium, Belgian BuyBack (BBB), un montant de 3,9 milliards dans quatre OLO venant à échéance dans les douze mois qui suivent, un montant environ moitié moindre qu'en 2005.



**TABLEAU 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>						
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
2006 .....	784,0	80,7	8,0	56,0	11,9	...
B. Titres scindés						
2002 .....	2,6	-	-	-	-	-
2003 .....	1,3	-	-	-	-	-
2004 .....	6,5	1,3 <sup>3</sup>	-	-	-	-
2005 .....	6,5	1,0	-	-	... <sup>4</sup>	-
2006 .....	5,3	0,4	-	-	...	-
C. Certificats de trésorerie						
2002 .....	290,0	75,6	-	-	-	-
2003 .....	291,9	63,7	-	-	0,3	-
2004 .....	225,6	44,5	-	0,5 <sup>5</sup>	0,5	...
2005 .....	204,4	57,8	-	5,9	2,3	...
2006 .....	271,4	45,5	-	9,8	4,8	...

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 la plate-forme multi-dealers TradeWeb en septembre 2004.

Le volume négocié sur les plates-formes multi-dealers qui mettent en relation les clients institutionnels avec les teneurs de marché, a encore progressé. TradeWeb a vu son chiffre d'affaires se stabiliser à 56 milliards par rapport à 55,8 milliards en 2005. BondVision poursuit sa progression, passant de 9,2 milliards en 2005 à 11,9 milliards au cours de l'exercice sous revue.

La part de marché des achats/ventes réels conclus en OLO au moyen des plates-formes électroniques est redescendue d'environ 40 p.c. en 2005 à 27 p.c., une inversion de tendance par rapport aux années précédentes.

### 1.3.3 TITRES RÉSULTANT DE LA SCISSION DES 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».

Les transactions d'achat/vente en strips ont diminué de 6,5 milliards en 2005 à 5,3 milliards.

Sur MTS Belgium, la régression du volume a été plus importante, passant de 1 milliard en 2005 à 0,4 milliard. De ce fait, le volume conclu au moyen de plates-formes électroniques de négociation n'a plus représenté que 8 p.c. contre 15 p.c. en 2005 du total des transactions d'achat/vente.

### 1.3.4 CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

Le volume déclaré au Fonds des Rentes en certificats de trésorerie a augmenté de 204,4 milliards en 2005 à 271,4 milliards, soit une progression de 33 p.c., supérieure à celle des obligations linéaires, quoique d'un même ordre de grandeur. En excluant les transactions de sell/buyback estimées à 44,9 milliards, le volume réel estimé des achats/ventes en certificats de trésorerie a crû de 182,1 milliards en 2005 à 226,5 milliards, une hausse de 24 p.c., contre une baisse de 9 p.c. constatée lors du précédent rapport annuel.

En revanche, le volume de certificats de trésorerie traité sur MTS Belgium s'est contracté, passant de 57,8 milliards en 2005 à 45,5 milliards.

Les certificats de trésorerie sont également négociés sur les plates-formes multi-dealers TradeWeb et BondVision. Ces dernières ont vu leur chiffre d'affaires augmenter sensiblement. TradeWeb a ainsi conclu un volume de 9,8 milliards par rapport à 5,9 milliards en 2005. Au cours de la même période, BondVision a monté son chiffre d'affaires de 2,3 milliards en 2005 à 4,8 milliards.

Du fait de ces évolutions divergentes, la part de marché des marchés électroniques est redescendue de 36 p.c. du volume réel des transactions d'achats/ventes en certificats de trésorerie à 27 p.c., effaçant ainsi quasiment la hausse enregistrée en 2005.

### 1.3.5 FACILITÉ DE REPO

La facilité de repo<sup>1</sup> de l'Agence de la Dette, créée en 2001, permet aux primary dealers et aux recognized dealers actifs sur MTS de conclure une cession-rétrocession avec le Trésor 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 a été utilisée 261 fois durant l'exercice sous revue contre 193 fois en 2005. Par type de titre, on dénombre 63 contrats en OLO, 29 en strips et 169 en certificats de trésorerie. Au cours de 2005, la ventilation entre OLO, strips et certificats de trésorerie était respectivement de 98, de 22 et de 73 contrats.

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

Les certificats de trésorerie ont encore été nettement plus utilisés que les autres titres dans le cadre de la facilité de repo 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.

## 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 préparer l'entrée en vigueur de la directive 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers (ci-après « la directive MiFID »), laquelle a été présentée dans les deux précédents rapports annuels du Fonds<sup>1</sup>.

##### 2.1.1.1 Directive sur les marchés d'instruments financiers et mesures d'exécution

La directive 2006/31/CE<sup>2</sup> du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive MiFID en ce qui concerne certaines échéances porte le délai de transposition de celle-ci par les États membres dans leur droit interne au 31 janvier 2007 au plus tard, tandis que son application effective devra se faire à partir du 1<sup>er</sup> novembre 2007.

En outre, conformément à la procédure de comitologie, des mesures d'exécution dites « de niveau 2 » (la directive MiFID adoptée en avril 2004 étant de « niveau 1 ») ont été adoptées. Il s'agit, respectivement, de la directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006<sup>3</sup> et du règlement n°1287/2006 de la Commission pris à la même date<sup>4</sup>.

Concernant plus particulièrement le Fonds des Rentes, ces mesures d'exécution contiennent des dispositions relatives notamment au « transaction reporting », à la détermination du marché le plus pertinent en termes de liquidité ou encore à la transparence. Ces points sont abordés plus en détail ci-après.

Les échéances précitées valent également pour les mesures d'exécution de la directive MiFID, de telle sorte qu'elles entreront ensemble en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007.

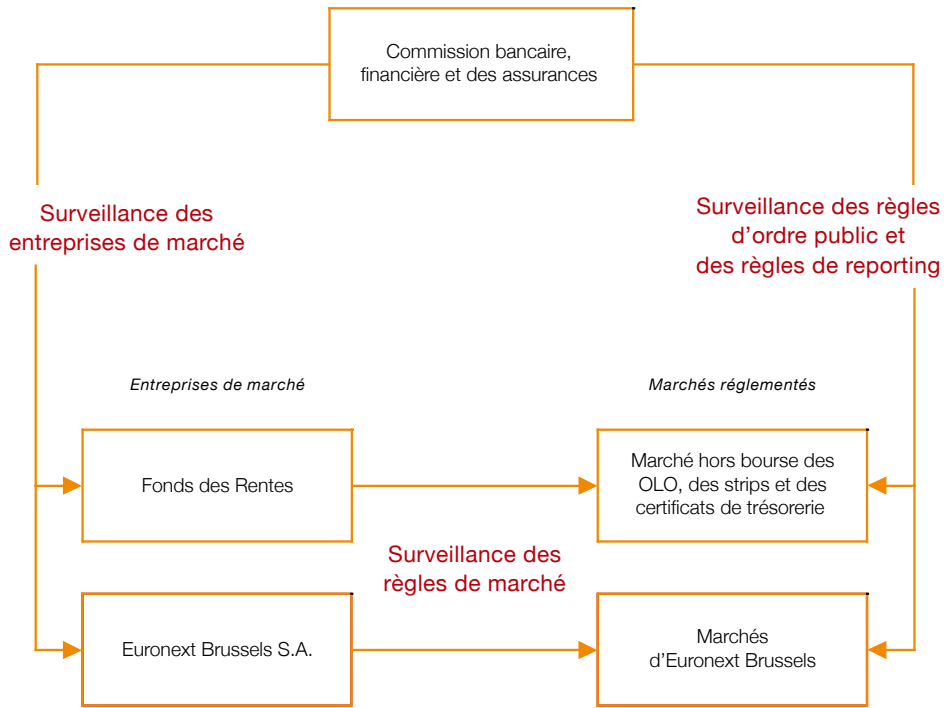
<sup>1</sup> Voir le rapport annuel 2004, p. 12 et 13, ainsi que le rapport annuel 2005, p. 23 à 25.

<sup>2</sup> Directive du 5 avril 2006 modifiant la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers, en ce qui concerne certaines échéances (*Journal officiel de l'Union européenne* du 27 avril 2006).

<sup>3</sup> Directive portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive (*Journal officiel de l'Union européenne* du 2 septembre 2006).

<sup>4</sup> Règlement portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des transactions, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive (*Journal officiel de l'Union européenne* du 2 septembre 2006).

## 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.

Au moment de la clôture de la rédaction du présent rapport, la réglementation visant à assurer, pour la Belgique, la transposition de la directive MiFID et de ses mesures d'exécution est sur le point d'être adoptée.

### 2.1.1.2 Arrêté royal relatif aux obligations linéaires, aux titres scindés et aux certificats de trésorerie<sup>1</sup>

Le groupe de travail commissionné par le Comité du Fonds des Rentes<sup>2</sup> s'est penché sur les modifications réglementaires qui doivent être prises compte tenu de la mise en oeuvre de la directive MiFID.

Il s'est ainsi attaché à rédiger un nouvel arrêté royal devant, suite à l'entrée en vigueur de la directive MiFID, remplacer l'arrêté royal du 16 mai 2003 relatif au marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie.

Le nouvel arrêté royal définit désormais des notions introduites par la directive MiFID, à savoir celles de « système multilatéral de négociation (MTF) »<sup>3</sup> et d'« internalisateur systématique ». Il entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007.

#### Économie générale du nouvel arrêté royal

Le nouvel arrêté royal ne se cantonne plus au seul marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie, mais bien plus largement, couvre la réglementation relative aux transactions en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie, dont le marché réglementé hors bourse ne constitue qu'un des segments, suite à l'entrée en vigueur de la directive MiFID.

Ceci est possible grâce à la nouvelle mouture de l'article 14 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers<sup>4</sup>, lequel prévoit une faculté d'organiser un régime de contrôle spécifique pour les transactions en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie.

Les dispositions du nouvel arrêté royal ne bouleversent pas fondamentalement l'économie générale du contrôle qui avait été établi dans l'arrêté royal du 16 mai 2003 ; elles constituent en réalité des adaptations à la nouvelle conception des marchés financiers mise en place par la directive MiFID, tant et si bien que l'on ne peut pas parler, à son propos, d'une transposition de la directive MiFID. Il s'agit plutôt d'une adaptation, par voie de conséquence, de la réglementation applicable au marché secondaire des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie, aux changements apportés par la directive précitée.

En substance, outre des modifications de forme et de structure, les points importants suivants peuvent être mis en évidence.

#### Marché réglementé hors bourse

Un titre distinct de l'arrêté royal s'applique au seul marché hors bourse réglementé, à l'exclusion des transactions conclues sur un autre marché réglementé, un MTF ou via des internalisateurs systématiques.

<sup>1</sup> Ce texte est pour l'heure soumis à avis devant la section législation du Conseil d'État. La version présentée dans l'annexe juridique (p. 53 à 59), ainsi que les commentaires développés ci-après, le sont par conséquent sous réserve des éventuelles modifications qui devraient ultérieurement y être apportées.

<sup>2</sup> Ce groupe de travail est composé de représentants de la Trésorerie, du Fonds des Rentes et du service juridique de la BNB.

<sup>3</sup> Dans l'esprit de la directive, MTF et marchés réglementés sont mis sur le même pied.

<sup>4</sup> Articles 14 et 15 du futur arrêté royal visant à transposer la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers, sous réserve d'éventuelles modifications apportées en dernière instance. Le nouveau texte inclut désormais la nouvelle terminologie (MTF, internalisateurs systématiques,...) de la directive MiFID.

Le Fonds continue à contrôler le respect, par les membres du marché, des règles de marché lors des transactions effectuées sur le marché réglementé hors bourse. Il s'agit toutefois des seules transactions d'achat et de vente, à l'exclusion des transactions de cession-rétrocession, d'échange, de prêt et d'emprunt: la raison en est que le Fonds des Rentes ne récolte pas de données relatives à ces transactions et qu'il lui est par conséquent difficile d'en assurer la surveillance.

Le texte qui définit les membres du marché, a été revu, tantôt pour exclure de la catégorie de plein droit, tant les MTF que les institutions dont les activités consistent en l'émission d'instruments de paiement sous forme de monnaie électronique, ainsi que les holdings financiers<sup>1</sup>.

### **Contrôle relatif au respect des règles d'ordre public et des règles de reporting**

Le titre suivant de l'arrêté royal régit le contrôle, opéré par le Fonds, relatif au respect des règles d'ordre public (celles relatives à l'abus de marché, par exemple) et des règles de reporting, lequel s'effectue pour le compte de la CBFA qui en assume la responsabilité ultime. Ce contrôle porte sur l'ensemble des transactions opérées sur les obligations linéaires, les titres scindés et les certificats de trésorerie.

Toutefois, par rapport à la situation actuelle, le contrôle par le Fonds des Rentes des règles d'ordre public et de reporting s'étendra, non seulement au marché réglementé proprement dit, mais aussi à toutes les transactions conclues en dehors du marché réglementé (à savoir via les : MTF et internalisateurs systématiques, ou encore effectuées « over-the-counter »<sup>2</sup> hors marché réglementé).

Initialement, ce titre du projet de nouvel arrêté royal devait inclure certaines règles de marché<sup>3</sup>, afin qu'elles s'appliquent à l'ensemble des transactions opérées, sur les obligations linéaires, les titres scindés et les certificats de trésorerie. Le Comité du Fonds des Rentes a estimé qu'en raison, notamment, du peu d'effet que cela aurait sur le plan pratique<sup>4</sup> et de l'article 4 de la directive d'exécution précitée de la directive MiFID<sup>5</sup>, il n'était pas opportun de les inclure dans le nouvel arrêté royal.

Enfin, le nouvel arrêté royal précise que le Fonds pourra disposer, pour l'exercice de sa mission de surveillance, des données du reporting, tel qu'il sera organisé par la CBFA suite à l'entrée en vigueur de la directive MiFID<sup>6</sup>.

#### **2.1.1.3 Autres adaptations légales et réglementaires**

Outre l'arrêté royal précité, le texte fondateur du Fonds des Rentes, à savoir l'arrêté-loi du 18 mai 1945 est également en cours de révision. Il s'agit, dans le cadre des pouvoirs d'enquête dont doit disposer le Fonds en vertu de l'article 12 de la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché<sup>7</sup> et de l'article 50 de la directive MiFID, de les aligner sur ceux dont dispose la CBFA compte tenu de l'équivalence des compétences de contrôle du Fonds des Rentes.

<sup>1</sup> *De lege ferenda*, il sera stipulé, dans les règles de marché que ces entreprises pourront, sur simple demande, devenir membres du marché.

<sup>2</sup> Il s'agit des transactions bilatérales négociées de gré à gré.

<sup>3</sup> Issues de l'arrêté du Fonds des Rentes du 1<sup>er</sup> décembre 2003 fixant les règles du marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie. Les règles de marché retenues étaient relatives à la confirmation des transactions, aux instructions de liquidation, au calcul des intérêts courus et aux conséquences en cas de paiement (ou de livraison) tardif (ve).

<sup>4</sup> L'application, au-delà du périmètre du marché réglementé, de ces règles de marché serait, en pratique, limitée aux seules transactions over-the-counter « pures » incluant au moins un non-professionnel.

<sup>5</sup> Cette disposition limite les obligations supplémentaires des entreprises d'investissement, imposées en dehors de la directive à certains cas, eux-mêmes soumis à des conditions strictes de forme (communication préalable à la Commission,...) et de fond (exigence d'utilité supérieure au niveau de la protection de l'investisseur,...).

<sup>6</sup> Voir ce chapitre, point 1.2.3, « Reporting MiFID », p. 27 à 30.

<sup>7</sup> Directive du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (*Journal officiel de l'Union européenne* du 12 avril 2003).

Le Comité du Fonds des Rentes a chargé le groupe de travail précité de profiter de cette modification pour revoir certaines des dispositions de l'arrêté-loi du 18 mai 1945 qui peuvent paraître désuètes ou non adaptées dans le contexte actuel.

Enfin, le Protocole conclu le 4 juin 2003 entre la CBFA et le Fonds des Rentes concernant la répartition des tâches et l'échange d'informations dans le cadre de l'arrêté royal relatif au marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie, doit également être revu par lesdites parties, notamment sur le plan des règles de reporting, profondément revues par l'entrée en vigueur de la directive MiFID.

Les nouveaux textes seront présentés dans la prochaine édition du rapport annuel du Fonds des Rentes.

## 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 au cours de l'année sous revue, suite au retrait de deux de ceux-ci et à la désignation d'un nouvel établissement, portant ainsi leur nombre à 16.

### 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<sup>2</sup>, 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 MiFID

La directive MiFID revoit complètement l'organisation du reporting, tant et si bien que l'arrêté royal précité du 31 mars 2003 sera définitivement abrogé et remplacé par de nouvelles dispositions à partir du 1<sup>er</sup> novembre 2007<sup>3</sup>.

À cette date, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit (en ce compris les succursales d'entreprises relevant du droit d'États tiers) qui sont établis en Belgique, seront tenus de déclarer leurs transactions portant sur des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé établi dans l'EEE (à savoir, notamment, les obligations linéaires, les titres scindés et les certificats de trésorerie) qu'elles soient exécutées sur un marché réglementé, un MTF, via un

<sup>1</sup> La liste des membres du marché au 31 décembre 2006 a été publiée au Moniteur belge du 30 mars 2007. 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> Arrêté royal du 31 mars 2003 relatif à la déclaration des transactions portant sur des instruments financiers et à la conservation des données (*Moniteur belge* du 29 avril 2003).

<sup>3</sup> Articles 49 à 59 du futur arrêté royal portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers, sous réserve d'éventuelles modifications apportées en dernière instance.



internalisateur systématique ou hors marché, non seulement en Belgique, mais plus généralement au sein de l'EEE. Pour les succursales d'entreprises établies en Belgique et relevant du droit d'un État membre de l'EEE, cette obligation concernera uniquement les transactions effectuées sur le territoire belge.

La directive MiFID prévoit également un échange de déclarations des transactions entre autorités de contrôle. Ainsi, chaque autorité de contrôle transmettra à l'autorité reconnue comme étant l'autorité compétente du marché le plus pertinent en termes de liquidité les déclarations sur les instruments financiers dont elle est l'autorité compétente pertinente. Dans un contexte d'activité transfrontalière croissante, cet échange d'informations permettra aux autorités compétentes d'avoir une vue globale sur les transactions effectuées ce qui doit assurer une surveillance plus efficace. Puisque le marché le plus pertinent en termes de liquidité est en principe l'État membre du siège statutaire de l'émetteur<sup>1</sup>, la CBFA bénéficiera du statut d'autorité compétente pour les fonds publics belges.

Le modèle de transmission qui a été retenu dans ce cadre est un modèle décentralisé. L'échange avec les autres autorités de contrôle s'effectuera par le biais d'un « hub » passif géré par CESR auquel chaque autorité de contrôle sera connectée. En Belgique, la CBFA centralisera tant les déclarations émanant des institutions belges tenues à déclaration que celles transmises par les autorités de contrôle étrangères par l'intermédiaire du « CESR-hub ». En outre, elle transmettra via le même canal les déclarations destinées aux autorités de contrôle étrangères, et qui émanent des institutions belges tenues à déclaration.

Les institutions tenues à déclaration devront, à partir du 1<sup>er</sup> novembre 2007, déclarer leurs transactions au niveau local au plus tard au terme du jour ouvrable suivant la transaction, c.-à-d. en T + 1.

Les autorités de contrôle devront, à partir du 1<sup>er</sup> novembre 2008, s'échanger mutuellement les informations sur les transactions au plus tard le jour ouvrable suivant le jour de la réception d'une déclaration, c.-à-d. en T + 2. Entre-temps, elles devront s'efforcer de tendre vers cet objectif qui ne sera véritablement contraignant qu'à partir de la date précitée.

Les données minimales à déclarer au niveau local et à échanger entre autorités de contrôle sont précisées dans l'annexe 1 du règlement européen précité portant mesures d'exécution de la directive MiFID. La CBFA a ajouté à cette liste deux données supplémentaires à déclarer, bien que le Fonds des Rentes n'était pas demandeur à leur propos pour contrôler les transactions sur les obligations linéaires, les titres scindés et les certificats de trésorerie. Il s'agit, d'une part, de la date de liquidation de la transaction et, d'autre part, du code de la devise dans laquelle la transaction sera liquidée.

Ces informations ont fait l'objet, au cours de l'année sous revue, d'une lettre-circulaire émanant de la CBFA et adressée à l'ensemble des acteurs de marchés sur titres.

Pour mener à bien cette importante réforme du reporting, la CBFA met sur pied un système informatique de déclaration de transactions appelé « TRS » (*Transaction Reporting System*) qui sera plus largement présenté dans la prochaine édition du rapport annuel du Fonds des Rentes.

Il est prévu, dans la réglementation sur le point d'être adoptée que le Fonds des Rentes pourra disposer, pour l'exercice de sa mission de surveillance, des données du reporting de la CBFA, tel qu'il sera organisé suite à l'entrée en vigueur de la directive MiFID. En l'occurrence, le Fonds

<sup>1</sup> Cette présomption peut toutefois être renversée par une autorité de contrôle qui démontrerait que le marché dont elle exerce la surveillance affiche des volumes de transactions plus importants sur l'instrument financier dont question.

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

### Institutions tenues 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 tenue 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 tenue 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 tenue 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 T + 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.

aura accès au système « TRS » pour ce qui concerne les opérations sur obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie.

Le Fonds des Rentes suivra de près le fonctionnement du système « TRS » et, en fonction de ses bons résultats éventuels, adaptera, le cas échéant, ses propres procédures de déclaration des transactions, en vue d'en accroître l'efficacité.

### **Reporting par le biais du système Trax<sup>1</sup>**

Le Fonds est en train de procéder aux aménagements imposés par l'ICMA dans le cadre du projet « New Trax System ». Il s'agit d'une refonte complète du système Trax en vue de le rendre compatible avec les exigences de la directive MiFID en matière de reporting. En outre, il fournira au Fonds davantage d'informations que 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 augmenté passant de 95 p.c. l'année précédente à près de 97 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 1,5 p.c. de l'ensemble des déclarations, contre 3 p.c. l'année précédente. La part des déclarations par fax a également régressé, ne représentant plus que 1,5 p.c. du total, contre 2 p.c. l'année précédente.

### **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.

La ponctualité des déclarations est essentielle afin de garantir la formation des prix et la crédibilité du marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie. Toute atteinte ou tout risque d'atteinte au bon fonctionnement de ce marché, qui se rapporte à la dette publique, doit dès lors être considéré(e) comme grave.

Le Fonds des Rentes a constaté qu'au cours de l'année sous revue, un peu moins 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. Ceci constitue une légère amélioration par rapport à la situation constatée l'année précédente. La ponctualité des déclarations sur certificats de trésorerie par le biais du système Trax s'est nettement améliorée : un peu plus de 4 p.c. de ces déclarations ont été faites en retard contre un peu plus de 6 p.c. l'année précédente. Ces chiffres sont encourageants : à ce titre, les contrôles réguliers du Fonds des Rentes pouvant amener, le cas échéant, à des poursuites et des sanctions<sup>2</sup>, n'y sont certainement pas étrangers.

<sup>1</sup> Le « Trade confirmation and risk management system » de l'ICMA.

<sup>2</sup> Voir ce chapitre, le présent point, « Décisions de sanctions administratives infligées par la CBFA », p. 31.

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 quelque 27 p.c. des déclarations implicites, contre 11,5 p.c. l'année précédente. Pour ce qui est des certificats de trésorerie, plus de 51 p.c. des déclarations implicites d'achat/vente ont été reçues tardivement, contre 24 p.c. l'année précédente. Bien que les déclarations implicites de certificats de trésorerie ne représentent plus qu'une part réduite du volume total déclaré de ces instruments financiers, le Fonds continuera à accorder une attention particulière à ces déclarations tardives.

Six 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. Un établissement qui avait été mis en demeure au cours de l'exercice précédent a de nouveau déclaré tardivement un trop grand nombre de transactions en 2006, de sorte que le dossier a été transmis à la CBFA, pour suite à donner.

### **Décisions de sanctions administratives infligées par la CBFA**

Par ailleurs, dans quatre autres dossiers où la persistance de la tardivité du reporting avait été constatée par le Fonds des Rentes, ce dernier les avaient transmis à la CBFA avant l'année sous revue conformément au protocole conclu avec celle-ci<sup>1</sup>.

L'autorité de contrôle a, au cours de l'année sous revue, infligé une sanction administrative aux quatre banques internationales faisant l'objet desdits dossiers pour déclaration tardive de transactions sur le marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie.

La CBFA a constaté que les éléments constitutifs d'infractions à l'arrêté royal du 31 mars 2003 précité étaient réunis dans le chef des quatre banques internationales et qu'elles avaient par conséquent commis des infractions à l'obligation légale de déclaration.

Tenant compte, notamment, d'une part, du volume des déclarations tardives et de leur caractère répétitif même après mise en demeure par le Fonds des Rentes et, d'autre part, de l'absence d'éléments indiquant que les quatre banques internationales auraient agi de mauvaise foi ainsi que de la coopération dont elles ont fait preuve dans le cadre de cette procédure, la CBFA a décidé de prononcer à l'encontre de chacune d'elles une amende administrative de 100.000 €. Il n'a pas été interjeté appel de ces décisions.

Après en avoir avisé le Fonds des Rentes, la CBFA a publié sur son site internet un résumé collectif et non nominatif des ces quatre décisions de sanctions administratives.

<sup>1</sup> Protocole conclu le 4 juin 2003 entre la CBFA et le Fonds des Rentes concernant la répartition des tâches et l'échange d'informations dans le cadre de l'arrêté royal relatif au marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie.

#### 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.

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

#### Données relatives au jour de transaction T

##### Données publiées

- cours ou taux de référence par ligne d'OLO, par certificat de trésorerie et pour les strips les plus représentatifs
- volume et nombre de transactions d'achat/vente par ligne d'OLO et par certificat de trésorerie ; et,
- volume total des transactions d'achat/vente par catégorie d'instrument (OLO, strips et certificats de trésorerie)

##### Moment de publication

le jour T vers 16 heures

le jour T + 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 4 p.c. en volume.

#### Extension éventuelle des obligations de transparence contenues dans la directive MiFID aux instruments financiers autres que les actions

Conformément à l'article 65, paragraphe 1<sup>er</sup>, de la directive MiFID, la Commission doit présenter, fin 2007<sup>2</sup>, un rapport au Parlement européen et au Conseil concernant l'éventuelle extension des obligations en matière de transparence avant et après négociation aux transactions portant sur des instruments financiers autres que les actions.

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

<sup>2</sup> Cette date a été repoussée à plusieurs reprises depuis la publication de la directive.

La Commission européenne a lancé, le 12 juin 2006, une concertation (« Call for evidence »<sup>1</sup>) relative à la transparence sur les marchés financiers traitant de titres autres que les actions, au rang desquels les obligations d'État.

Compte tenu des réactions obtenues<sup>2</sup>, la Commission entend s'engager dans un dialogue constructif avec les parties prenantes du secteur, en vue de jouer un rôle d'impulsion dans l'émergence de mesures auto-régulatrices.

Avant que la Commission ne présente son rapport final, la procédure prévoit encore plusieurs demandes d'avis, une séance d'audition publique sur le projet de rapport et une période de consultation.

Le Fonds suivra l'évolution de ce dossier en 2007, tant il est vrai qu'il pourrait avoir des répercussions importantes pour le marché réglementé hors bourse.

## **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 poursuivi le cycle d'enquêtes périodiques entamé l'année précédente. 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, deux enquêtes périodiques auprès de membres du marché, par ailleurs primary dealers, ont été effectuées par écrit. Une enquête menée sur place en Belgique est en outre toujours en cours.

Le Fonds effectue également 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.

<sup>1</sup> « Call for Evidence. Pre- and post-trade transparency provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares », Commission européenne, DG Marché intérieur et services, Bruxelles, 12 juin 2006.

<sup>2</sup> « Feedback Statement. Pre- and post-trade transparency provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares », Commission européenne, DG Marché intérieur et services, Bruxelles, 13 novembre 2006.

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

L'enquête sur une éventuelle manipulation de marché, relativement à des agissements de Citigroup Global Markets Limited (Citigroup), intervenus en août 2004, pour laquelle le Fonds a transmis son dossier et ses conclusions à la CBFA début 2005<sup>1</sup>, n'a pas connu de nouveaux développements majeurs au cours de l'année sous revue, que ce soit en Belgique ou à l'étranger.

Le Fonds attend les conclusions qui doivent lui être communiquées par la CBFA, sitôt qu'elle aura décidé des suites à donner à cette enquête.

### 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.

## 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 27 mars 2006, l'arrêté royal<sup>2</sup> réglant le transfert à la CBFA de la compétence de surveillance du respect des dispositions légales et réglementaires applicables à la conservation et à l'administration de valeurs mobilières a été publié au Moniteur belge, tant et si bien qu'elle est désormais seule compétente en ce qui concerne l'agrément et la surveillance des teneurs de comptes de titres dématérialisés de la dette publique.

Le Fonds des Rentes a annoncé officiellement à la CBFA ce transfert de compétences, et lui a offert sa collaboration dans le transfert des dossiers en cours.

### 2.2.2 MÉMORANDUMS CONCLUS AVEC DIVERSES AUTORITÉS DE CONTRÔLE

Afin d'organiser au mieux les demandes d'informations ou de documents, ainsi que le déroulement des enquêtes, un «Mémoire d'entente entre le Fonds des Rentes et la Commission bancaire et financière sur la surveillance de la tenue des comptes de titres dématérialisés de la dette publique belge» avait été conclu entre lesdites parties en date du 11 octobre 1993.

<sup>1</sup> Voir le rapport annuel 2004, p. 3 et p. 27 et 28, ainsi que le rapport annuel 2005 p. 30.

<sup>2</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).

Suite au transfert de compétences orchestré par le législateur, ce mémorandum est devenu caduc, par défaut d'objet, en telle sorte qu'il a été considéré que sa résiliation avait été opérée de manière implicite.

Enfin, deux autres mémorandums avaient été conclus, l'un avec la Caisse d'intervention des sociétés de bourse en date du 28 mars 1994, et l'autre le 13 janvier 1994, avec l'Institut Monétaire Luxembourgeois compte tenu du fait que certaines catégories d'établissements de crédit soumis au contrôle de ce dernier bénéficiaient d'un agrément général pour la tenue de comptes de titres dématérialisés de la dette publique belge.

Le premier ayant également été frappé de caducité par défaut d'objet<sup>1</sup>, le deuxième a par contre été expressément résilié par voie de courrier officiel adressé à la Commission de Surveillance du Secteur Financier laquelle exerce, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les compétences jadis assumées par l'Institut Monétaire Luxembourgeois en matière de surveillance prudentielle.

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

Jusqu'à la date précitée du 27 mars 2006, le Fonds a encore procédé à deux contrôles par sondages auprès d'établissements teneurs de comptes.

Aucune remarque particulière n'a été formulée dans le cadre de l'un de ces deux sondages, l'autre ayant été, entre-temps, transmis à la CBFA suite au transfert de compétences précité.

[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.

<sup>1</sup> En telle sorte qu'il n'y a pas eu lieu d'en aviser davantage le Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers, qui a repris les droits et les obligations de la Caisse d'intervention des sociétés de bourse.



# 3. Comptes annuels

## BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2006

### ACTIF

(milliers d'euros)

	2006	2005
Portefeuille de fonds publics <sup>1</sup> .....	187.807	206.528
Avoir en compte courant .....	2	2
Autres actifs .....	41	41
Comptes de régularisation .....	3.345	3.715
<b>Total de l'actif .....</b>	<b>191.195</b>	<b>210.286</b>

### PASSIF

(milliers d'euros)

	2006	2005
Avances consenties par l'État belge .....	55.000	69.170
Cessions-rétrocessions .....	...	...
Part de bénéfice à verser à l'État belge .....	...	3.914
Autres passifs .....	471	344
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 2005 .....	66.888	
prélèvement sur la réserve .....	-1.134	
au 31 décembre 2006 .....	65.754	66.888
<b>Total du passif .....</b>	<b>191.195</b>	<b>210.286</b>

<sup>1</sup> Valeur nominale .....	190.680	203.768
Valeur boursière .....	187.910	207.349

## POSTES HORS BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2006

(milliers d'euros)

	2006	2005
Opérations au comptant de titres en voie de liquidation		
Achats .....	1.679	1.336
Ventes .....	794	556
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 2006

(milliers d'euros)

	2006	2005
<b>Produits</b> .....	<b>5.322</b>	<b>10.032</b>
Résultats d'intérêts .....	6.573	7.455
Résultats sur transactions .....	-1.251	2.578
<b>Charges</b> .....	<b>-6.456</b>	<b>-4.026</b>
Intérêts sur les avances consenties par l'État belge .....	-1.790	-1.668
Frais généraux administratifs :		
Rémunérations, charges sociales et pensions .....	-1.450	-1.498
Autres frais administratifs .....	-440	-433
Réductions de valeur sur le portefeuille de fonds publics .....	-2.776	-427
<b>Perte nette de l'exercice</b> .....	<b>-1.134</b>	<b>...</b>
<b>Bénéfice net de l'exercice</b> .....	<b>...</b>	<b>6.006</b>

## IMPUTATION DE LA PERTE NETTE – RÉPARTITION DU BÉNÉFICE NET

(milliers d'euros)

	2006	2005
<b>Imputation de la perte nette</b> .....	<b>-1.134</b>	<b>...</b>
Prélèvement sur la réserve .....	-1.134	...
<b>Bénéfice net à affecter</b> .....	<b>...</b>	<b>6.006</b>
Le bénéfice net est réparti de la manière suivante :		
Dotation à la réserve .....	...	2.092
Bénéfice à verser à l'État belge .....	...	3.914

### 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 206,5 millions à la fin de l'exercice précédent à 187,8 millions à la fin de l'année sous revue. En raison du recul des cours durant la période sous revue, la valeur boursière s'est réduite encore davantage, à savoir de 19,4 millions, pour s'établir à 187,9 millions.

**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
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
2006 .....	187,8	3,3	191,2	135,5	55,0	...
Différence 2006-2005 .....	-18,7	-0,4	-19,1	-1,1	-14,2	-3,9
2006 1 <sup>er</sup> trimestre .....	204,9	3,7	208,7	136,6	70,7	-
2 <sup>e</sup> trimestre .....	196,6	3,6	200,3	136,6	62,0	-
3 <sup>e</sup> trimestre .....	188,5	3,4	192,0	136,6	53,4	-
4 <sup>e</sup> trimestre .....	187,8	3,3	191,2	135,5	55,0	...

<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 69,2 millions à 55 millions, en raison principalement de la diminution de son portefeuille. Les avances ont affiché un recul moins important que la valeur comptable du portefeuille de fonds publics.

La perte comptable enregistrée à la fin de l'exercice a eu pour conséquence une diminution de la réserve, ce qui a entraîné une réduction des moyens propres du Fonds.

<sup>1</sup> Voir également encadré.

## 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.

### **Dotations 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 continué à se réduire, de 204,7 millions à la fin de l'exercice précédent à 191,5 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)	
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
2006 .....	191,5	-13,2	+100,5	+20,1	-	-30,7	-	-103,1
2006 1 <sup>er</sup> trimestre ..	202,9	-1,8	+26,9	+3,8	-	-7,7	-	-24,8
2 <sup>e</sup> trimestre ..	195,6	-7,3	+24,1	+4,2	-	-9,6	-	-26,0
3 <sup>e</sup> trimestre ..	188,3	-7,3	+17,7	+4,6	-	-8,9	-	-20,7
4 <sup>e</sup> trimestre ..	191,5	+3,2	+31,8	+7,5	-	-4,5	-	-31,6

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 100,5 millions, soit environ 25 p.c. de moins par rapport au montant de 133,2 millions que le Fonds avait pris en portefeuille par cette voie en 2005. Cette diminution est imputable à la poursuite du recul de l'offre de fonds publics par les placeurs sur le marché du fixing, qui est allée de pair avec une certaine reprise de leur demande.

Le Fonds n'a souscrit aux bons d'État que pour 20,1 millions, soit un tiers de moins que les souscriptions enregistrées l'année précédente pour un montant de 30,6 millions. La réduction de huit émissions de bons d'État en 2005 à cinq durant l'année sous revue explique le montant moins élevé de souscriptions par le Fonds des Rentes.

Les encaissements de titres remboursables se sont élevés à 30,7 millions, contre 35,1 millions en 2005.

Les opérations hors bourse se sont clôturées par une vente nette de 103,1 millions, contre un solde vendeur de 141,9 millions l'année précédente. Ce recul est lié à la contraction des achats nets du Fonds dans son activité de régulation de la bourse. Les opérations hors bourse permettent au Fonds de contrôler avec souplesse la taille de son portefeuille.

## 3.3 RÉSULTATS

### 3.3.1 RÉSULTATS FINANCIERS SUR LE PORTEFEUILLE

Au cours de l'exercice, un résultat financier positif de 3,6 millions a été enregistré sur le portefeuille de fond publics. Il se compose de 4,8 millions de résultats financiers courants et de 1,2 million de pertes non récurrentes 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>	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) = (a) à (d)
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
2006 .....	+3,6	...	-1,9	-2,8	-1,1
Différence 2006-2005 .....	-4,7	...	...	-2,4	-7,1

<sup>1</sup> Voir tableau 3.3.B ci-dessous, 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)
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
2006 .....	+6,6	-1,8	+4,8	-1,2	+3,6
Différence 2006-2005 .....	-0,8	-0,1	-0,9	-3,8	-4,7
2006 1 <sup>er</sup> trimestre .....	+1,7	-0,4	+1,3	-0,1	+1,2
2 <sup>e</sup> trimestre .....	+1,7	-0,5	+1,2	-0,4	+0,8
3 <sup>e</sup> trimestre .....	+1,7	-0,4	+1,3	-0,3	+1,0
4 <sup>e</sup> trimestre .....	+1,5	-0,5	+1,0	-0,4	+0,6



**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)
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
2006 .....	3,30	2,83	3,52
2006 1 <sup>er</sup> trimestre .....	3,31	2,40	3,78
2 <sup>e</sup> trimestre .....	3,32	2,71	3,63
3 <sup>e</sup> trimestre .....	3,40	2,97	3,59
4 <sup>e</sup> trimestre .....	3,16	3,38	3,07

- 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 le financement du portefeuille. La part autofinancée du portefeuille a contribué à concurrence de 4,5 millions aux résultats financiers courants et la part financée par des moyens externes y a contribué pour un montant de 0,3 million. En effet, sur base annuelle, le rendement moyen du portefeuille était toujours supérieur à son coût de financement moyen. Néanmoins, au cours du dernier trimestre, la part du portefeuille financée par des moyens externes a fourni une contribution négative au résultat.

Les résultats financiers courants ont régressé de 0,9 million par rapport à l'exercice précédent, principalement en raison du recul des résultats d'intérêts.

### 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 emprunts à lots et à tirages, en revanche, sont réévalués à la fin de l'exercice aux cours de bourse. Les différences d'évaluation par rapport à leur précédente valeur d'inventaire sont également prises en compte dans les résultats d'intérêts.

Les résultats d'intérêts de l'exercice ont atteint 6,6 millions, soit 0,8 million de moins qu'au cours de l'exercice précédent. Cette baisse résulte du recul du taux de rendement moyen du portefeuille, à savoir de 3,47 p.c. en 2005 à 3,30 p.c.

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

Malgré la baisse sensible des avances de l'État belge, les intérêts sur ces avances ont légèrement progressé, passant de 1,7 million en 2005 à 1,8 million. La politique monétaire de la BCE visant une hausse progressive des taux à court terme explique cette évolution.

### 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.

En raison de la hausse des taux d'intérêt, la valeur boursière des emprunts du portefeuille a été inférieure, durant l'année sous revue, à leur valeur comptable moyenne. De ce fait, les ventes se sont généralement soldées par des pertes. Ainsi, des pertes sur transactions de 1,2 million ont été enregistrées cette année, alors que 2005 s'était encore clôturée sur un solde positif de 2,6 millions.

## 3.3.2 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° 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 générale 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.

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

La hausse des taux d'intérêt a entraîné un recul de la valeur boursière des obligations. Conformément au principe de prudence comptable, une réduction de valeur a dû être appliquée pour les valeurs concernées 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 2,8 millions.

## 3.3.4 PERTE NETTE DE L'EXERCICE

L'exercice comptable s'est clôturé par une perte nette de 1,1 million. Celle-ci est la résultante des résultats financiers positifs sur le portefeuille pour 3,6 millions, diminués des réductions de valeur sur le portefeuille de fonds publics à concurrence de 2,8 millions et de charges diverses à concurrence de 1,9 million.

Le Fonds des Rentes a été confronté à une perte nette<sup>1</sup> pour la première fois depuis l'introduction de la loi du 23 décembre 1994<sup>2</sup> modifiant sa loi organique. De nouvelles règles avaient alors été introduites concernant l'affectation des résultats du Fonds. L'article 6 des statuts du Fonds des Rentes stipule depuis lors que le bénéfice net constaté est, à concurrence de 3 p.c. de la dotation, soit près de 2,1 millions, versé à la réserve et que le solde est versé au Trésor. En revanche, une perte nette est à charge de la réserve.

<sup>1</sup> La dernière fois que le Fonds des Rentes a clôturé un exercice par une perte était en 1991.

<sup>2</sup> Loi du 23 décembre 1994 modifiant l'arrêté-loi du 18 mai 1945 portant création d'un Fonds des Rentes (*Moniteur belge* du 30 décembre 1994).

# 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					
2002 .....	18	52	20	90	+6
2003 .....	14	54	21	89	-1
2004 .....	12	56	25	93	+4
2005 .....	12	56	21	89	-4
2006 .....	12	54	20	86	-3
B. Montant nominal en circulation (milliards d'euros)					
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	214,2	221,5	+3,1
2006 .....	0,1	6,8	214,2	221,1	-0,4
C. Capitalisation de l'encours <sup>2</sup> (milliards d'euros)					
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
2006 .....	0,1	6,8	225,2	232,1	-12,1

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
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 .....	2,68	2,80	2,91	2,98	3,04	3,09	3,15	3,32	3,36	3,44	3,54
2006 Janvier .....	2,75	2,93	3,07	3,17	3,24	3,30	3,36	3,52	3,66	3,74	3,78
Février .....	2,83	3,01	3,15	3,24	3,29	3,34	3,40	3,54	3,67	3,74	3,78
Mars .....	3,04	3,25	3,42	3,53	3,59	3,64	3,70	3,82	3,93	4,01	4,05
Avril .....	3,13	3,38	3,58	3,70	3,77	3,83	3,90	4,02	4,13	4,22	4,28
Mai .....	3,17	3,36	3,52	3,62	3,69	3,76	3,83	3,98	4,13	4,23	4,30
Juin .....	3,33	3,55	3,72	3,81	3,87	3,93	3,98	4,10	4,23	4,32	4,38
Juillet .....	3,38	3,53	3,63	3,69	3,73	3,78	3,84	3,95	4,08	4,18	4,25
Août .....	3,49	3,56	3,60	3,62	3,64	3,68	3,73	3,82	3,94	4,03	4,09
Septembre .....	3,55	3,56	3,57	3,58	3,59	3,61	3,64	3,73	3,80	3,87	3,92
Octobre .....	3,68	3,70	3,71	3,71	3,72	3,73	3,75	3,81	3,86	3,90	3,93
Novembre .....	3,69	3,66	3,64	3,66	3,65	3,67	3,69	3,73	3,80	3,86	3,90
Décembre .....	3,82	3,87	3,90	3,91	3,92	3,94	3,95	3,99	4,05	4,10	4,12

Source: Fonds des Rentes.

<sup>1</sup> 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						
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 .....	3,32	3,29	3,30	3,28	4,41	1,48
2006 Janvier .....	3,54	3,48	3,48	3,47	4,59	1,57
Février .....	3,57	3,51	3,54	3,51	4,64	1,59
Mars .....	3,82	3,76	3,80	3,77	4,91	1,77
Avril .....	4,03	3,99	4,02	3,99	5,15	1,92
Mai .....	3,97	3,94	3,95	3,92	5,14	1,83
Juin .....	4,09	4,08	4,09	4,06	5,27	1,92
Juillet .....	3,96	3,93	3,94	3,95	5,06	1,92
Août .....	3,82	3,80	3,80	3,82	4,82	1,61
Septembre .....	3,69	3,66	3,67	3,68	4,65	1,67
Octobre .....	3,83	3,79	3,80	3,81	4,73	1,71
Novembre .....	3,75	3,72	3,73	3,74	4,56	1,65
Décembre .....	3,99	3,94	3,97	3,97	4,74	1,68
B. Différentiel de rendement par rapport à la Belgique						
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 .....		-0,03	-0,02	-0,04	1,09	-1,84
2006 Janvier .....		-0,06	-0,06	-0,07	1,05	-1,97
Février .....		-0,06	-0,03	-0,06	1,07	-1,98
Mars .....		-0,06	-0,02	-0,05	1,09	-2,05
Avril .....		-0,04	-0,01	-0,04	1,12	-2,11
Mai .....		-0,03	-0,02	-0,05	1,17	-2,14
Juin .....		-0,01	...	-0,03	1,18	-2,17
Juillet .....		-0,03	-0,02	-0,01	1,10	-2,04
Août .....		-0,02	-0,02	...	1,00	-2,21
Septembre .....		-0,03	-0,02	-0,01	0,96	-2,02
Octobre .....		-0,04	-0,03	-0,02	0,90	-2,12
Novembre .....		-0,03	-0,02	-0,01	0,81	-2,10
Décembre .....		-0,05	-0,02	-0,02	0,75	-2,31

Source: Fonds des Rentes.

1 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.

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

# Annexe juridique

---

## ARRÊTÉ ROYAL RELATIF AUX OBLIGATIONS LINÉAIRES, AUX TITRES SCINDÉS ET AUX CERTIFICATS DE TRÉSORERIE <sup>1</sup>

### TITRE I. – DÉFINITIONS

**Article 1<sup>er</sup>.** Aux fins du présent arrêté, il y a lieu d'entendre par :

- 1° obligations linéaires: les obligations linéaires visées par l'arrêté royal du 16 octobre 1997 relatif aux obligations linéaires;
- 2° titres scindés: les titres issus de la scission d'obligations linéaires conformément au chapitre VI de l'arrêté royal du 16 octobre 1997 relatif aux obligations linéaires;
- 3° certificats de trésorerie: les certificats de trésorerie visés par l'arrêté ministériel du 12 décembre 2000 relatif aux règles générales concernant les certificats de trésorerie;
- 4° Fonds des Rentes: l'établissement public autonome institué par l'arrêté-loi du 18 mai 1945 portant création d'un Fonds des Rentes;
- 5° Comité: le Comité du Fonds des Rentes visé à l'article 3 de l'arrêté-loi précité;
- 6° la loi: la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers;
- 7° le marché: le marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie visés à l'article 2;
- 8° membre du marché: une institution qui appartient à une des catégories d'institutions visées à l'article 3 qui satisfait aux conditions du Fonds des Rentes pour posséder la qualité de membre du marché telles que déterminées dans les règles du marché conformément à l'article 6 de la loi;
- 9° CBFA: la Commission bancaire, financière et des assurances visée au chapitre III de la loi;
- 10° directive 2004/39/CE: la 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;
- 11° MTF: un système multilatéral de négociation visé à l'article 4.1, 15) de la directive 2004/39/CE;
- 12° autre marché réglementé: un marché réglementé visé à l'article 4.1, 14) de la directive 2004/39/CE dont le Fonds des Rentes n'est pas une entreprise de marché;
- 13° internalisateur systématique: une entreprise (d'investissement) visée à l'article 4.1,7) de la directive 2004/39/CE;

<sup>1</sup> Le texte qui suit est, au moment de la rédaction du présent rapport, soumis pour avis auprès de la section législation du Conseil d'État. Il n'a par conséquent pas encore été publié au Moniteur belge. Il est publié dans le présent rapport sous réserve des modifications éventuelles qui devraient ultérieurement y être apportées.

## TITRE II. — LE MARCHÉ RÉGLEMENTÉ HORS BOURSE

### CHAPITRE I<sup>er</sup>. — Le marché

**Art. 2.** Le marché comprend exclusivement les transactions d'achat et de vente d'obligations linéaires, de titres scindés et de certificats de trésorerie :

- 1° que les membres du marché effectuent entre eux en nom propre, soit directement, soit à l'intervention d'une ou de plusieurs personnes intervenant comme courtier ou mandataire, à l'exception toutefois des transactions que ces membres sont expressément convenus d'effectuer en dehors du marché organisé par le présent arrêté ;
- 2° qu'un membre du marché et une personne résidant habituellement ou établie en Belgique qui n'est pas membre du marché effectuent entre eux en nom propre, soit directement, soit à l'intervention d'une ou de plusieurs personnes intervenant comme courtier ou mandataire, à l'exception toutefois des transactions que les deux parties agissant en nom propre sont expressément convenues d'effectuer en dehors du marché organisé par le présent arrêté ;
- 3° qu'un membre du marché et une personne qui ne réside pas habituellement ou qui n'est pas établie en Belgique et qui n'est pas membre du marché effectuent entre eux en nom propre, soit directement, soit à l'intervention d'une ou plusieurs personnes intervenant comme courtier ou mandataire, dans la mesure où la partie qui n'est pas membre du marché, agissant en nom propre, a marqué son accord pour effectuer ces transactions sur le marché organisé par le présent arrêté ;
- 4° que deux personnes résidant habituellement ou établies en Belgique et qui ne sont pas membres du marché effectuent entre elles en nom propre à l'intervention d'un ou plusieurs membres du marché agissant comme courtier ou mandataire, à l'exception toutefois des transactions que les deux parties agissant en nom propre sont expressément convenues d'effectuer en dehors du marché organisé par le présent arrêté ;
- 5° que deux personnes qui ne sont pas membres du marché et dont l'une au moins ne réside pas habituellement ou n'est pas établie en Belgique effectuent entre elles en nom propre, à la double condition qu'un ou plusieurs membres du marché interviennent comme courtier ou mandataire d'une part et que les parties agissant en nom propre soient convenues d'autre part d'effectuer ces transactions sur le marché organisé par le présent arrêté.

Les transactions en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie conclues sur un MTF ou sur un autre marché réglementé ou conclues en interne par l'intermédiaire d'un internalisateur systématique, sont exclues de plein droit du marché visé au premier alinéa.

### CHAPITRE II. — Membres du marché

**Art. 3. § 1.** Seuls les intermédiaires qualifiés visés à l'article 2, 10°, de la loi, à l'exception des catégories g) et i), peuvent devenir membre du marché.

Le Fonds des Rentes détermine, dans les règles de marché, les conditions et la procédure pour l'acquisition de la qualité de membre du marché.

La qualité de membre s'acquiert soit de plein droit, soit sur simple notification au Comité, soit par décision du Comité suite à une demande d'acquisition de la qualité de membre. Elle entraîne automatiquement l'acceptation et l'obligation de respecter l'ensemble des règles qui sont d'application sur le marché et, en particulier, des règles de marché, sans que cela soit stipulé dans un écrit.



§ 2. Sont membres de plein droit du marché :

- 1° les entreprises d'investissement de droit belge visées au livre II, titre II de la loi du 6 avril 1995 relative au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements, à l'exception des entreprises d'investissement dans la mesure où elles exploitent un MTF ;
- 2° les succursales établies en Belgique des entreprises d'investissement étrangères visées au livre II, titres III et IV de la même loi, à l'exception des entreprises d'investissement dans la mesure où elles exploitent un MTF ;
- 3° les établissements de crédit de droit belge inscrits sur la liste visée à l'article 13 de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, à l'exception des caisses d'épargne communales, des établissements dont les activités consistent à délivrer des instruments de paiement sous forme d'argent électronique et des holdings financiers et des établissements de crédit dans la mesure où ils exploitent un MTF ;
- 4° les succursales établies en Belgique d'établissements de crédit étrangers visés aux articles 65 et 79 de la même loi, à l'exception des établissements de crédit étrangers dans la mesure où ils exploitent un MTF ;
- 5° la Banque nationale de Belgique ;
- 6° les Primary Dealers, par l'acceptation du cahier des charges visé à l'article 17, alinéa 2.

§ 3. Les membres du marché peuvent, aux conditions déterminées dans les règles de marché, renoncer à leur qualité de membre.

Le Fonds des Rentes détermine, dans les règles de marché, les conditions et la procédure pour la suspension, l'exclusion ou la perte de la qualité de membre du marché.

### CHAPITRE III. – Organisation et transparence

Art. 4. Le Fonds des Rentes, agréé en qualité d'entreprise de marché en vertu de l'article 144, § 2, de la loi, organise le marché.

Le Fonds des Rentes établit à cette fin, conformément au présent arrêté, moyennant approbation du Roi, sur avis de la CBFA, les règles de marché. Les règles de marché déterminent :

- 1° les règles relatives à la qualité de membre du marché visé à l'article 3 ;
- 2° les obligations et les interdictions qui s'appliquent sur le marché ;
- 3° les règles relatives à l'organisation du marché et à la négociation, y compris les règles concernant la fermeture complète ou partielle du marché, en dérogation à l'article 8 de la loi ;
- 4° les règles et procédures relatives à la fourniture d'informations concernant les transactions au Fonds des Rentes ;
- 5° les règles et procédures de surveillance du respect des règles de marché, ainsi que les sanctions et procédures applicables en cas de violation de ces règles.

Les règles de marché sont publiées au Moniteur belge.

Pour toutes les transactions faites par l'État, le Fonds des Rentes, et pour toutes les opérations effectuées par la Banque centrale européenne ou pour le compte de la Banque centrale européenne par la Banque nationale de Belgique ou par les autres banques centrales nationales du Système européen des banques centrales dans le cadre de l'exécution de leurs tâches respectives, les règles de marché peuvent déroger aux règles générales.

À moins que les règles de marché ne le déterminent autrement ou à moins que, lorsque les règles de marché le permettent, les parties en conviennent explicitement autrement, les règles de marché sont applicables à toute personne qui effectue une transaction sur le marché.

**Art. 5.** L'information du public sur les conditions du marché est assurée par :

- 1° les cours et les taux d'intérêt affichés par les Primary Dealers conformément aux dispositions du cahier des charges qui les lient ;
- 2° les cours et taux de référence, que le Fonds des Rentes détermine au moins une fois par jour et publie au plus tard à la fin du jour ouvrable qui suit ;
- 3° les données statistiques relatives au volume des transactions d'achat et de vente conclues sur le marché, que le Fonds des Rentes établit au moins une fois par jour et publie au plus tard à la fin du jour ouvrable qui suit.

#### **CHAPITRE IV. — Surveillance et maintien de l'ordre sur le marché**

**Art. 6. § 1.** Le Fonds des Rentes veille au respect des règles qui s'appliquent au marché ou à ses membres.

**§ 2.** Pour l'exercice de cette mission de surveillance, le Fonds des Rentes fait usage des pouvoirs qui lui sont conférés par l'article 2, alinéa 5 de l'arrêté-loi du 18 mai 1945 portant création d'un Fonds des Rentes, sans préjudice de l'usage des pouvoirs qui lui sont aussi conférés par ou en vertu d'autres dispositions légales. Il peut également requérir la collaboration de la CBFA et d'autorités de contrôle étrangères.

**§ 3.** Toute plainte, émanant d'une personne qui a qualité et intérêt pour la formuler, à l'encontre d'un membre du marché ou de toute personne qui agit sur le marché, pour non-respect des règles et obligations à l'exception de celles visées à l'article 10, doit être introduite auprès du Comité qui l'examine.

**Art. 7. § 1.** À l'exception des infractions aux règles visées à l'article 10, lorsque le Fonds des Rentes constate qu'un membre du marché agissant sur le marché ne respecte pas les règles visées à l'article 6, § 1<sup>er</sup> ou lorsqu'il estime que les agissements d'un membre du marché sont de nature à mettre en cause l'intégrité et la sécurité du marché, le Comité peut infliger au membre du marché une sanction visée à l'article 2, alinéa 6 de l'arrêté-loi du 18 mai 1945 portant création d'un Fonds des Rentes. Cette disposition s'applique également aux institutions qui, après les faits, ne seraient plus membre du marché.

**§ 2.** Sans préjudice des compétences de la CBFA en la matière, pour les infractions aux règles visées à l'article 10 par un membre du marché agissant sur le marché, le Comité peut seulement suspendre ou exclure ce membre du marché, conformément à l'article 2, alinéa 6 de l'arrêté-loi du 18 mai 1945 portant création d'un Fonds des Rentes, à condition que le comportement de ce membre du marché ait mis en danger l'intégrité et la sécurité du marché.

**§ 3.** Le Fonds des Rentes fixe dans les règles de marché la procédure relative à une décision visée dans les paragraphes précédents.

Le Comité peut rendre publique chaque décision prise conformément aux §§ 1<sup>er</sup> et 2 selon la manière qu'il détermine. Les décisions pour lesquelles il n'existe pas d'obligation légale d'informer la CBFA peuvent néanmoins être communiquées par le Comité à la CBFA. Au cas où la décision se rapporte à une institution étrangère, le Comité peut la communiquer à l'autorité de contrôle de l'institution.

§ 4. Sans préjudice des §§ 1<sup>er</sup> à 3, le Comité peut, lorsqu'il est d'avis qu'un membre du marché, pour ses transactions conclues sur le marché, applique des procédures qui ne sont pas ou insuffisamment adaptées ou dont le respect ne peut pas être contrôlé, fixer un délai dans lequel il doit être remédié à cette situation. S'il n'est pas remédié à cette situation dans le délai prévu, le Comité peut encore prendre une décision visée aux §§ 1<sup>er</sup> et 2.

Art. 8. Un recours contre une décision du Comité relative à la qualité de membre du marché ou contre une décision prise en application de l'article 7, peut être introduit auprès de la Cour d'appel de Bruxelles conformément à la procédure décrite à l'article 123 de la loi.

## CHAPITRE V. — Règlement arbitral des différends

Art. 9. Le Comité peut désigner un ou plusieurs de ses membres pour agir en tant qu'arbitre ou présider un collège arbitral lors du règlement d'un différend relatif au marché si toutes les parties au différend consentent à un tel mandat et acceptent que la sentence arbitrale formera le règlement complet et définitif de leur différend.

## TITRE III. — SURVEILLANCE DU RESPECT DES RÈGLES D'ORDRE PUBLIC ET DES RÈGLES DE NOTIFICATION

Art. 10. Le Fonds des Rentes, sans préjudice des compétences de la CBFA en la matière, veille également au respect des règles et obligations contenues dans les dispositions de la loi mentionnées ci-dessous, dans leurs arrêtés d'exécution et dans les règlements de la CBFA visant à l'exécution de ces dispositions en matière de transactions d'achat et de vente en obligations linéaires, titres scindés ou certificats de trésorerie :

- l'article 9, 1<sup>o</sup> et 2<sup>o</sup>;
- l'article 25;
- l'article 25bis, § 4;
- les articles 26 à 28bis;
- l'article 29, 2<sup>o</sup>;
- l'article 38;
- l'article 39;
- l'article 40, §§ 1<sup>er</sup>, 2, 3 et 4.

Cette surveillance s'effectue pour le compte de la CBFA qui en assume la responsabilité ultime.

Art. 11. Pour l'exercice de la mission de surveillance visée à l'article 10, le Fonds des Rentes fait usage des pouvoirs qui lui sont conférés par l'article 2, alinéa 5 de l'arrêté-loi du 18 mai 1945 portant création d'un Fonds des Rentes, sans préjudice de l'usage des pouvoirs qui lui sont aussi conférés par ou en vertu d'autres dispositions légales. Il peut également requérir la collaboration de la CBFA.

Art. 12. Pour sa mission de surveillance, le Fonds des Rentes peut disposer entre autres des informations visées aux articles 57 et 58 de l'arrêté royal déterminant les modalités de transposition de la directive concernant les marchés d'instruments financiers<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Au moment de la clôture de la rédaction du rapport annuel, l'arrêté royal dont question n'avait pas encore été ni approuvé formellement, ni publié au Moniteur belge.

**Art. 13.** Lorsqu'il existe des indices que les règles visées à l'article 10 ne sont pas respectées, le Fonds des Rentes en informe la CBFA et effectue l'enquête en faisant usage des pouvoirs visés à l'article 11, sauf dans les cas suivants, où la CBFA mène ou continue l'enquête :

- lorsque le Fonds des Rentes est mis en cause ou accusé pour certains faits de manière telle qu'il ne puisse plus effectuer l'enquête en toute impartialité et indépendance ;
- lorsque le Fonds des Rentes juge qu'il ne peut plus mener l'enquête convenablement ou en totale impartialité et indépendance ;
- lorsqu'une autorité étrangère transmet à la CBFA des renseignements ou indices laissant supposer que les règles précitées n'auraient pas été respectées, à la condition explicite que ces renseignements ne puissent, en aucune façon, être transmis à une autre autorité ou à une entreprise de marché comme le Fonds des Rentes.

L'enquête menée par le Fonds des Rentes est effectuée pour le compte de la CBFA qui assume la responsabilité ultime de cette surveillance.

Lorsque le Fonds des Rentes a terminé son enquête, il transmet à la CBFA le dossier complet accompagné de toutes les pièces utiles. Le Comité joint au dossier un rapport avec ses conclusions.

Si la CBFA souhaite voir analyser des éléments complémentaires dans des dossiers pour lesquels le Fonds des Rentes a effectué l'enquête, elle peut faire appel au Fonds des Rentes qui lui transmet les données demandées ou qui effectue les devoirs d'enquête nécessaires pour le compte de la CBFA à moins que celle-ci ne doive mener elle-même l'enquête si un des cas visés à l'alinéa 1<sup>er</sup> se présente.

La CBFA juge ensuite s'il y a lieu d'imposer une sanction ou de prendre des mesures sur la base des faits analysés, conformément aux dispositions prévues dans la loi. La CBFA informe le Fonds des Rentes de tous les renseignements qui lui sont utiles dans le cadre de ses missions.

**Art. 14.** Toute plainte pour non-respect des règles et obligations visées à l'article 10 doit être introduite auprès de la CBFA qui en informe immédiatement le Fonds des Rentes. Le Fonds des Rentes effectue l'enquête pour le compte de la CBFA à moins que celle-ci ne doive mener elle-même l'enquête si un des cas visés à l'article 13, alinéa 1<sup>er</sup>, se présente.

Lorsque le Fonds des Rentes a terminé son enquête, il transmet à la CBFA le dossier complet accompagné de toutes les pièces utiles. Le Comité joint au dossier un rapport avec ses conclusions.

Si la CBFA souhaite voir analyser des éléments complémentaires dans des dossiers pour lesquels le Fonds des Rentes a effectué l'enquête, elle peut toujours faire appel au Fonds des Rentes qui lui transmet les données demandées ou qui effectue les devoirs d'enquête nécessaires pour le compte de la CBFA à moins que celle-ci ne doive mener elle-même l'enquête si un des cas visés à l'article 13, alinéa 1<sup>er</sup>, se présente.

La CBFA juge ensuite s'il y a lieu d'imposer une sanction ou de prendre des mesures sur la base des faits analysés, conformément aux dispositions prévues dans la loi. La CBFA informe le Fonds des Rentes de tous les renseignements qui lui sont utiles dans le cadre de ses missions.

**Art. 15.** La CBFA est responsable de l'échange d'informations et de la collaboration avec des autorités de contrôle étrangères en ce qui concerne les règles visées à l'article 10.

**Art. 16.** La CBFA et le Fonds des Rentes concluent un protocole, notamment sur les modalités selon lesquelles :

- l'échange réciproque d'informations et de données se passera tant dans le cadre d'enquêtes, qu'en dehors d'enquêtes ;
- ils accompliront les missions visées aux articles 10, 13 et 14 ;
- la collaboration des autorités de contrôle étrangères sera demandée par l'intermédiaire de la CBFA, ainsi que la manière dont l'échange d'informations avec ces autorités sera réalisée ;
- s'il est constaté que les cas visés à l'article 13, alinéa 1<sup>er</sup>, se présentent, les deux institutions s'en informent mutuellement et une enquête que le Fonds des Rentes a déjà commencée est alors transférée à la CBFA.

Le contenu de ce protocole est publié dans les rapports annuels de la CBFA et du Fonds des Rentes.

#### **TITRE IV. – FOURNITURE DE LIQUIDITÉS ET LIQUIDATION DE TRANSACTIONS**

**Art. 17.** Le Ministre des Finances constitue, en fonction des besoins, des corps de teneurs de marché qui sont chargés de contribuer à la liquidité des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie. Il détermine la composition de chaque corps.

Sans préjudice de l'application du présent arrêté, les obligations et les droits des institutions financières appartenant à un corps déterminé sont repris dans un cahier des charges spécifique. La signature du cahier des charges par les teneurs de marché fait naître une relation contractuelle entre ceux-ci et l'État belge.

**Art. 18.** La Banque nationale de Belgique est chargée de la liquidation des transactions portant sur les titres dématérialisés faisant l'objet du présent arrêté, notifiées à son système de liquidation de titres.

#### **TITRE V. – DISPOSITIONS DIVERSES**

**Art. 19.** L'article 34, § 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, c) et l'article 36, § 1<sup>er</sup>, alinéa 2, 2<sup>o</sup> et 3<sup>o</sup>, de la loi ne s'appliquent pas au Fonds des Rentes en sa qualité d'entreprise de marché.

**Art. 20.** L'arrêté royal du 16 mai 2003 relatif au marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie est abrogé.

**Art. 21.** A l'article 4,1<sup>o</sup> de l'arrêté royal du 26 mai 1994 relatif à la perception et la bonification du précompte mobilier conformément au chapitre I de la loi du 6 août 1993 relative aux opérations sur certaines valeurs mobilières, les mots « visé à l'article 2, § 2, 2<sup>o</sup> » sont remplacés par les mots « visé à l'article 2, § 1, 5<sup>o</sup>, b ».

**Art. 22.** Le présent arrêté entre en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007.

**Art. 23.** Notre Ministre des Finances est chargé de l'exécution du présent arrêté.

# Liste des abréviations

---

BCE	Banque centrale européenne
BNB	Banque nationale de Belgique
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CESR	Committee of European Securities Regulators
EEE	Espace économique européen
ICMA	International Capital Market Association
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (directive sur les marchés d'instruments financiers)
MTF	Multilateral Trading Facility (système multilatéral de négociation)
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

Mise en page

**BNB Prepress & Image**

Impression

**IMPRIMERIE MASSOZ**

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