



Bruxelles, le 30 avril 1996.

C.S.F./96/MF/02

AVIS DE LA SECTION "INSTITUTIONS  
ET MARCHES FINANCIERS" CONCERNANT LE PROJET D'A.R.  
PORTANT LA CREATION ET L'ORGANISATION DE EASDAQ

---

Dans sa lettre du 18 mars 1996 adressée au Président de la Section "Institutions et Marchés financiers", Monsieur le Ministre des Finances, Ph. Maystadt, demande à la section de donner un avis concernant un projet d'A.R. portant la création et l'organisation de EASDAQ.

L'avis de la Section a été demandé en vertu de l'art. 30 de la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements. Cet article requiert l'avis du Conseil sur le principe, c'est-à-dire l'opportunité de la création ou de l'organisation d'un nouveau marché. Dans ce contexte il faut constater que le projet d'A.R. crée, sous l'appellation "EASDAQ", un marché secondaire d'instruments financiers dans le sens de l'art. 30 de ladite loi du 6 avril 1995.

Sans se prononcer sur les aspects juridiques et techniques du projet, la Section est d'avis qu'il n'y pas d'objections de principe à formuler à l'égard de ce nouveau marché. La Section n'exclut pas qu'en cas de succès ce marché pourrait exercer une certaine pression sur les marchés déjà existants, mais elle pense qu'une influence économique-financière plutôt favorable peut être attendue par solde de l'EASDAQ et ce aussi bien au niveau européen global qu'au niveau spécifiquement belge.

Il ressort clairement des objectifs des initiateurs du projet et des travaux préparatoires que le nouveau marché vise principalement les transactions d'actions d'entreprises européennes à capacité de croissance rapide. Si du point de vue juridique il s'agit de la création d'un marché belge, son objectif est bien de fonctionner en tant que marché électronique européen intégré, profitant de la liberté qui est offerte par la réglementation européenne existante d'être actif dans d'autres états membres. Tandis que la plupart des bourses officielles en Europe sont basées sur un système déterminé par des ordres, l'EASDAQ fonctionnera sur base d'un système déterminé par des cotations; le nouveau marché reposera donc entièrement sur un market-making actif de la part des intermédiaires concernés. Dans ce marché, la Belgique jouerait un rôle de centre névralgique. Il convient de bien remarquer dans ce cadre que d'un point de vue juridique le champ d'action possible de l'EASDAQ est défini de manière trop large dans le projet d'arrêté proposé. Sans vouloir se prononcer davantage sur les aspects technico-juridiques, le Conseil est cependant d'avis qu'il serait indiqué de faire apparaître de manière plus explicite dans les textes juridiques concernés le domaine d'actions propre à ce nouveau marché, par exemple en ce qui concerne les conditions de cotation et il estime qu'il serait indiqué de le faire dans le futur arrêté d'exécution.

La philosophie de l'initiative et son organisation s'inspirent fortement du succès que connaît aux E.U. le NASDAQ, qui a pu mettre à la disposition de centaines d'entreprises à perspective de croissance rapide, des capitaux colossaux. Il est évident que copier un système américain ne garantit pas son succès en Europe; la Section estime pouvoir dire au moins que le marché financier européen ressent le besoin d'un tel système financier. La preuve en est que des dizaines d'entreprises européennes ont obtenu leur inscription à la cote du NASDAQ et que le nombre de demandes ne cesse de croître régulièrement.

Cela est en fait l'expression d'une situation que dans une certaine mesure l'on pourrait qualifier d'ambiguë. D'une part il est clair en effet que les entreprises européennes à croissance rapide préféreraient attirer du capital à risque sur leur propre marché européen. Une cotation au NASDAQ présente de ce point de vue certains inconvénients : à cause de problèmes pratiques tels le

décalage horaire, mais surtout aussi les liens très lâches avec les investisseurs américains au NASDAQ et la tradition américaine de négociations en bourse souvent agressives, les entreprises européennes présentes au NASDAQ peuvent être confrontées à des situations particulièrement volatiles et difficilement contrôlables. A côté de cela, la situation où un nombre toujours croissant d'entreprises européennes en pleine croissance dépendraient du capital américain pour le financement de leur actions, est difficilement acceptable.

D'autre part il convient de constater que jusqu'à présent en tout cas les marchés secondaires, qui, dans à peu près tous les états membres, s'adressent, en principe du moins, aux PME et aux entreprises à croissance rapide, n'ont eu que peu de succès. L'une des causes est sans doute que ces marchés secondaires ont été considérés comme des antichambres d'une cotation sur le marché officiel. La cause principale semble en réalité être le manque de liquidité, lequel, à son tour, est dû partiellement au fait souvent invoqué que les marchés secondaires sont considérés comme des marchés résiduels, ainsi qu'au fait que la profondeur de ces marchés financiers purement nationaux est insuffisante. Le manque de liquidité entraîne un manque d'investisseurs, et vice versa, de sorte que l'on peut, dans une certaine mesure, parler de cercle vicieux. En fin de compte, les fonds européens qui investissent dans les entreprises à croissance rapide se retrouvent avec des participations insuffisamment liquides, ce qui se fait au détriment des investissements dans d'autres entreprises.

Si l'EASDAQ fonctionne correctement, il pourrait peut-être remédier à ce mal, et ce pour plusieurs raisons. D'abord, il ne s'agit pas de la création d'un marché résiduel, mais de celle d'un marché entièrement indépendant qui s'adresse à un groupe cible spécifique. Comme offre et demande s'affrontent à l'échelle européenne, la profondeur du marché peut atteindre un seuil critique du point de vue de la liquidité. Cette liquidité est stimulée du fait qu'il s'agit d'un marché électronique basé sur le market-making. Elle sera également encouragée par la qualité, que l'on est en droit d'attendre, de l'information fournie aux investisseurs. Ainsi on peut espérer que le marché disposera dans sa phase de démarrage d'une liquidité suffisante, ce qui entraînerait des investisseurs supplémentaires, donc une liquidité encore plus grande, et constituerait donc un

cercle vertueux. Signalons encore que des dizaines d'entreprises européennes qui sont déjà cotées au NASDAQ peuvent être considérées comme des candidats potentiels pour une cotation à l'EASDAQ.

En ce qui concerne les rapports avec les marchés existants, il est possible que l'EASDAQ jouerait en général un rôle complémentaire plutôt que concurrentiel vis-à-vis des marchés secondaires nationaux. Ces derniers peuvent ainsi s'intéresser aux entreprises dont, pour diverses raisons, le profil n'entre pas en considération pour être cotées à l'EASDAQ. Il est toutefois indéniable que l'EASDAQ se trouvera peut-être en concurrence avec d'autres marchés nouveaux comme l'"Euro-NM" qui s'adresse en principe à des entreprises-cibles analogues à celles visées par l'EASDAQ et qui, jusqu'à plus ample informé, deviendrait actif en France, en Belgique et en Allemagne. Bien qu'il soit peut-être possible de trouver des arguments qui fassent apparaître le développement parallèle de plusieurs nouveaux marchés similaires comme une forme de dispersion, la Section est d'avis que la meilleure attitude des autorités est peut-être de mettre ces nouveaux marchés en compétition et de laisser jouer la libre concurrence. Il n'est pas évident qu'il y ait place pour les deux marchés à l'échelle européenne. C'est en premier lieu aux investisseurs et aux intermédiaires de faire apparaître sur quels marchés ils souhaitent faire passer leurs transactions. A ce propos, il existe une présomption raisonnable qu'apparaîtra relativement vite quel sera le marché qui développera une prédominance manifeste.

En ce qui concerne spécifiquement la Belgique, il faut s'attendre d'un point de vue économique-financier à ce que la création de l'EASDAQ entraîne des conséquences plutôt positives par solde. L'implantation de ce nouveau marché "à portée de main" des entreprises belges peut sans doute constituer un avantage considérable pour les entreprises belges qui offrent des perspectives de forte croissance. Qu'un certain besoin d'un tel marché se fait ressentir est souligné par l'introduction récente de deux entreprises belges au NASDAQ. De plus le fait que l'EASDAQ prendra la forme d'un marché belge et que le siège central et l'administration de ce nouveau marché seront établis à Bruxelles représente une création d'emplois hautement qualifiés et rémunérés qui, bien que limitée, sera la bienvenue.

La Section est consciente que le risque n'est pas entièrement inexistant que l'introduction de l'EASDAQ puisse exercer une certaine pression sur les marchés existants à Bruxelles. Ce risque semble cependant plutôt limité car ces marchés s'adressent à des cibles tout à fait différentes. Il existe peut-être un risque plus significatif que l'EASDAQ entre en concurrence directe avec l'initiative en cours d'implantation de l'Euro-NM à Bruxelles. Il n'est pas tout à fait exclu que les deux nouveaux marchés puissent se développer ensemble; en tout état de cause et comme suggéré ci-avant, il semble que la meilleure attitude des autorités est sans doute de laisser la libre concurrence décider de leurs avenir respectifs. En raison du fait que l'EASDAQ s'adresse à une cible entièrement nouvelle et que Bruxelles servira de centre névralgique à ce nouveau marché, on peut accepter l'hypothèse que ce nouveau marché doit être considéré davantage comme une opportunité que comme une menace pour le dynamisme et le développement de Bruxelles comme centre financier. La réussite du nouveau marché n'est pas assurée, mais la Section est d'avis que la chance qui se présente doit être saisie à un moment où la concurrence entre les centres financiers européens devient plus exacerbée que jamais et où des glissements importants entre ces centres financiers ont déjà eu lieu. Ces glissements risquent encore de s'accroître avec la réalisation de l'UEM.

La Section voudrait cependant attirer l'attention sur deux aspects du développement de l'EASDAQ qui méritent peut-être une attention particulière. Le premier, c'est qu'il est souhaitable que le marché démarrera avec des "spreads" relativement limités entre cours demandés et cours offerts. Le contraire risquerait de se faire au détriment du nombre de transactions et donc de la liquidité, alors qu'une liquidité suffisante est précisément la clé du succès du nouveau marché. Le deuxième aspect, c'est que selon les attentes actuelles la plupart des transactions se fera à l'étranger et qu'il faudra donc certainement veiller de plus près à l'introduction de mécanismes et de procédures permettant aux autorités de contrôle de remplir efficacement leur rôle.