



CONSEIL D'ÉTAT
section de législation

RAAD VAN STATE
afdeling Wetgeving

avis 72.222/2
du 19 octobre 2022

advies 72.222/2
van 19 oktober 2022

sur

over

un projet d'arrêté royal 'visant
à transposer la directive
déléguée (UE) 2021/1269 de
la Commission du
21 avril 2021
modifiant la directive
déléguée (UE) 2017/593 en
ce qui concerne l'intégration
des facteurs de durabilité
dans les obligations
applicables en matière de
gouvernance des produits, et
portant dispositions diverses'

een ontwerp van koninklijk
besluit 'tot omzetting van
de gedelegeerde richtlijn
(EU) 2021/1269 van de
Commissie van 21 april 2021
tot wijziging van gedelegeerde
richtlijn (EU) 2017/593
wat betreft de integratie van
duurzaamheidsfactoren in de
productgovernanceverplichtingen,
en houdende diverse bepalingen'

Le 21 septembre 2022, le Conseil d'État, section de législation, a été invité par le Vice-Premier Ministre et Ministre des Finances, chargé de la Coordination de la lutte contre la fraude et de la Loterie nationale à communiquer un avis, dans un délai de trente jours, sur un projet d'arrêté royal 'visant à transposer la directive déléguée (UE) 2021/1269 de la Commission du 21 avril 2021 modifiant la directive déléguée (UE) 2017/593 en ce qui concerne l'intégration des facteurs de durabilité dans les obligations applicables en matière de gouvernance des produits, et portant dispositions diverses'.

Le projet a été examiné par la deuxième chambre le 19 octobre 2022. La chambre était composée de Pierre VANDERNOOT, président de chambre, Patrick RONVAUX et Christine HOREVOETS, conseillers d'État, Sébastien VAN DROOGHENBROECK et Marianne DONY, assesseurs, et Esther CONTI, greffier assumé.

Le rapport a été présenté par Anne-Stéphanie RENSON, auditeur.

La concordance entre la version française et la version néerlandaise a été vérifiée sous le contrôle de Pierre VANDERNOOT.

L'avis, dont le texte suit, a été donné le 19 octobre 2022.

*

Op 21 september 2022 is de Raad van State, afdeling Wetgeving, door de Vice-eersteminister en Minister van Financiën, belast met de Coördinatie van de fraudebestrijding en de Nationale loterij verzocht binnen een termijn van dertig dagen een advies te verstrekken over een ontwerp van koninklijk besluit 'tot omzetting van de gedelegeerde richtlijn (EU) 2021/1269 van de Commissie van 21 april 2021 tot wijziging van gedelegeerde richtlijn (EU) 2017/593 wat betreft de integratie van duurzaamheidsfactoren in de productgovernanceverplichtingen, en houdende diverse bepalingen'.

Het ontwerp is door de tweede kamer onderzocht op 19 oktober 2022. De kamer was samengesteld uit Pierre VANDERNOOT, kamervoorzitter, Patrick RONVAUX en Christine HOREVOETS, staatsraden, Sébastien VAN DROOGHENBROECK en Marianne DONY, assessoren, en Esther CONTI, toegevoegd griffier.

Het verslag is uitgebracht door Anne-Stéphanie RENSON, auditeur.

De overeenstemming tussen de Franse en de Nederlandse tekst van het advies is nagezien onder toezicht van Pierre VANDERNOOT.

Het advies, waarvan de tekst hierna volgt, is gegeven op 19 oktober 2022.

*

Comme la demande d'avis est introduite sur la base de l'article 84, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 2^o, des lois 'sur le Conseil d'État', coordonnées le 12 janvier 1973, la section de législation limite son examen au fondement juridique du projet, à la compétence de l'auteur de l'acte ainsi qu'à l'accomplissement des formalités préalables, conformément à l'article 84, § 3, des lois coordonnées précitées.

Sur ces trois points, le projet appelle les observations suivantes.

FORMALITÉ PRÉALABLE

Dans une lettre adressée le 9 août 2022 au Ministre des Finances, qui lui communique « [l']avant-projet d'arrêté royal visant, dans son [c]hapitre 1^{er}, à transposer la Directive déléguée (UE) 2021/1269 de la Commission du 21 avril 2021 modifiant la directive déléguée (UE) 2017/593 en ce qui concerne l'intégration des facteurs de durabilité dans les obligations applicables en matière de gouvernance des produits », la FSMA indique notamment que « [l]e [c]hapitre 1^{er} de ce projet de texte fait actuellement l'objet d'une consultation informelle auprès de Febelfin [et que] [l]a FSMA sera en mesure de [lui] faire parvenir une version finalisée début septembre ».

Il n'est admissible de considérer cette lettre comme valant avis de la FSMA sur le projet soumis à la section de législation et pouvant donc être visée à ce titre à l'alinéa 9 du préambule, que si ce projet n'a subi aucune modification de fond après cette communication du 9 août 2022.

Il appartient à l'auteur du projet de s'en assurer de manière à viser correctement la formalité accomplie par la FSMA sur le dispositif en projet.

OBSERVATION GÉNÉRALE

Il ressort de l'article 1^{er} du projet que celui-ci a pour objet de transposer la directive déléguée (UE) 2021/1269 de la Commission du 21 avril 2021 'modifiant la directive déléguée (UE) 2017/593 en ce qui concerne l'intégration des facteurs de durabilité dans les obligations applicables en matière de gouvernance des produits' (ci-après : « la directive déléguée (UE) 2021/1269 »).

Les principes de technique législative établis par la section de législation invitent les auteurs de projet, lors d'une transposition de directive, à établir des tableaux de transposition ¹.

Interrogé à cet égard, le délégué du Ministre a communiqué à la section de législation les tableaux de transposition relatifs au projet à l'examen.

Ceux-ci seront utilement joints au rapport au Roi accompagnant l'arrêté en projet.

¹ *Principes de technique législative – Guide de rédaction des textes législatifs et réglementaires*, www.raadvst-consetat.be, onglet « Technique législative », recommandation n° 191.

OBSERVATIONS PARTICULIÈRES

PRÉAMBULE

1. De l'accord du délégué du Ministre, l'arrêté en projet ne se fonde pas sur le pouvoir général d'exécution du Roi, visé à l'article 108 de la Constitution.

L'alinéa 1^{er} du préambule, qui mentionne cet article, doit dès lors être omis.

2. À l'alinéa 2 (devenant l'alinéa 1^{er}), il convient de mentionner les modifications encore en vigueur subies par les dispositions constituant le fondement juridique du projet à l'examen ².

3. À l'alinéa 3 (devenant l'alinéa 2), de l'accord du délégué du Ministre, il convient de viser plus précisément le paragraphe 3 de l'article 65/2 de la loi du 25 avril 2014 'relative au statut et au contrôle des établissements de crédits'.

Il convient en outre de préciser que l'article 65/2 a été inséré par la loi du 21 novembre 2017 ³.

4. À l'alinéa 4 (devenant l'alinéa 3), il convient de préciser que l'article 26/1, de la loi du 25 octobre 2016 'relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement' y a été inséré par la loi du 21 novembre 2017.

DISPOSITIF

Article 3

L'article 3, 1^o, entend remplacer les alinéas 1^{er} et 2 du paragraphe 9 de l'article 22 de l'arrêté royal du 19 décembre 2017 'portant les règles et modalités visant à transposer la Directive concernant les marchés d'instruments financiers' par ce qui suit :

« Les entreprises réglementées définissent à un niveau de détail suffisant le marché cible potentiel de chaque instrument financier et précisent le ou les types de clients qui ont des besoins, caractéristiques et objectifs, y compris, éventuellement, des objectifs en matière de durabilité, avec lesquels cet instrument est compatible.

Au cours de ce processus, les entreprises réglementées définissent le ou les éventuels groupes de clients avec les besoins, caractéristiques et objectifs desquels cet instrument n'est pas compatible, sans tenir compte des éventuels facteurs de durabilité. Lorsque des entreprises réglementées coopèrent pour produire un instrument financier, elles ne sont tenues d'identifier qu'un seul marché cible ».

² *Ibidem*, recommandation n° 27.

³ *Ibidem*.

Cette modification vise à transposer l'article 9, paragraphe 9, alinéa 1^{er}, de la directive déléguée (UE) 2017/593 du 7 avril 2016 'complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire' (ci-après : « la directive déléguée (UE) 2017/593 »), telle qu'il résulte de l'article premier, point 2), a), de la directive déléguée (UE) 2021/1269, qui dispose comme suit :

« 9. Les États membres exigent que pour chaque instrument financier, les entreprises d'investissement définissent à un niveau de détail suffisant le marché cible potentiel de chaque instrument financier et précisent le ou les types de clients qui ont des besoins, caractéristiques et objectifs, y compris, éventuellement, des objectifs en matière de durabilité, avec lesquels cet instrument est compatible. Au cours de ce processus, les entreprises d'investissement définissent le ou les éventuels groupes de clients avec les besoins, caractéristiques et objectifs desquels cet instrument n'est pas compatible, sauf si cet instrument tient compte de facteurs de durabilité. Lorsque des entreprises d'investissement coopèrent pour produire un instrument financier, elles ne sont tenues d'identifier qu'un seul marché cible ».

Le rapport au Roi expose ce qui suit à ce sujet :

« [...] [L]e point 1^o de cette disposition transpose l'article 1^{er}, 2), a), de la [d]irective déléguée (UE) 2021/1269.

Telle qu'elle est libellée, la disposition s'écarte légèrement de l'article 1^{er}, 2), a) de la directive dont une lecture stricte pourrait laisser penser que les entreprises réglementées ne sont pas tenues de définir un marché cible négatif d'un instrument financier lorsque ce dernier tient compte de facteurs de durabilité. Cette interprétation ne paraît pas conforme à la volonté du législateur européen, exprimée dans le considérant (7) de la directive, qui est de s'assurer que les instruments financiers comportant des facteurs de durabilité restent facilement accessibles, en ce compris à des clients qui n'ont pas de préférence en la matière. Par conséquent, ces instruments devraient pouvoir être distribués à de tels clients, même s'ils ne font pas partie du marché cible. Ainsi, la disposition de transposition en projet prévoit explicitement que les entreprises réglementées ont bien l'obligation de définir un marché cible négatif pour les instruments financiers comportant des facteurs de durabilité, mais, dans ce cas, au regard des autres critères que les facteurs de durabilité. En d'autres termes, les éventuels facteurs de durabilité ne doivent pas être pris en considération par les entreprises réglementées lorsqu'elles définissent le ou les éventuels groupes de clients avec les besoins, caractéristiques et objectifs desquels un instrument comportant des facteurs de durabilité n'est pas compatible. Cette interprétation est d'ailleurs confirmée par l'ESMA dans son *Consultation Paper 'Review of the Guidelines on MiFID II product governance requirements'* du 8 juillet 2022 et devrait donc être appliquée de manière harmonisée par les superviseurs des différents États membres ».

Interrogé à cet égard, le délégué du Ministre a précisé ce qui suit :

« La règle actuelle, énoncée à l'article 22, § 9 de l'arrêté royal du 19 décembre 2017 portant les règles et modalités visant à transposer la [d]irective concernant les marchés d'instruments financiers, et transposant l'article 9, (9) de la directive déléguée (UE) 2017/593, prévoit que les entreprises réglementées doivent identifier à la fois le marché cible potentiel pour chaque instrument financier, en précisant le ou les types de clients dont les besoins, les caractéristiques et les objectifs sont compatibles avec cet instrument financier, mais également le marché cible 'négatif', c'est-à-dire le ou les groupes de clients dont les besoins, les caractéristiques et les objectifs ne sont pas compatibles avec cet instrument financier. Dans des orientations, [l']ESMA a précisé que l'entreprise réglementée devait définir le marché cible en tenant compte de cinq critères : le type de client, les connaissances et l'expérience des clients, la situation financière des clients, la tolérance au risque des clients et enfin les objectifs et besoins des clients. Ces critères s'appliquent tant pour la définition du marché cible 'positif' que pour la définition du marché cible 'négatif'.

Le législateur européen a souhaité, dans la directive déléguée (UE) 2021/1269, nuancer cette règle pour les instruments financiers comportant des facteurs de durabilité, et ce dans un but de maintien de l'accessibilité de ces instruments, en ce compris à des clients qui n'ont pas de préférences en matière de durabilité. En effet, si la règle restait inchangée, de tels clients ne seraient pas repris dans le marché cible 'positif' de l'instrument comportant des facteurs de durabilité (ce qui est parfaitement justifié étant donné leur absence de préférence en la matière), mais cette seule absence de préférence en matière de durabilité les aurait également inclus automatiquement dans le marché cible négatif, ce qui aurait eu un effet négatif sur l'accessibilité de tels instruments. C'est précisément ce que le législateur européen, soucieux du maintien de l'accessibilité de ce type de produits, a souhaité éviter. C'est cette volonté du législateur européen qui est exprimée dans le considérant 7 de la directive déléguée (UE) 2021/1269 : 'Pour que les instruments financiers comportant des facteurs de durabilité restent facilement accessibles, y compris à des clients qui n'ont pas de préférences en la matière, les entreprises d'investissement ne devraient pas être tenues d'identifier les groupes de clients qui ont des besoins, caractéristiques et objectifs avec lesquels ces instruments ne sont pas compatibles'. Il est sous-entendu, étant donné la référence explicite aux clients n'ayant pas de préférence en matière de durabilité, que les entreprises d'investissement ne devraient pas être tenues d'identifier les groupes de clients qui ont des besoins, caractéristiques et objectifs avec lesquels ces instruments ne sont pas compatibles en raison de cette absence de préférence. Il s'agit de la seule interprétation qui donne un sens à la modification apportée par la directive déléguée (UE) 2021/1269 à l'article 9, (9) de la directive déléguée (UE) 2017/593. Dans ce considérant, le législateur européen ne justifie en tout cas pas en quoi il serait utile de ne définir aucun marché cible négatif pour les instruments financiers comportant des facteurs de durabilité. Il reste en effet justifié de définir le marché cible négatif de ces instruments sur la base d'autres critères que les facteurs de durabilité (cfr. critères précités tels que la situation financière ou la tolérance aux risques des clients). Il se peut en effet qu'un instrument financier comportant des facteurs de durabilité ne soit pas compatible avec les besoins, caractéristiques ou objectifs de certaines personnes, sans que cette absence de compatibilité ne soit directement liée à des facteurs et/ou des préférences de durabilité. Cela pourrait par exemple être le cas pour un instrument financier, comportant des facteurs de durabilité, mais présentant, par ailleurs, certains risques spécifiques pour les clients ayant une tolérance faible aux risques. Ces clients ne devraient pas avoir accès à un tel instrument financier et devraient donc faire partie de son marché cible négatif.

En conclusion, il résulte selon nous clairement du considérant 7 de la directive déléguée (UE) 2021/1269 que (i) l'intention du législateur européen n'était pas de supprimer totalement l'obligation de définir un marché cible négatif pour tous les instruments financiers comportant des facteurs de durabilité, que (ii) la modification apportée à l'article 9, (9) de la directive déléguée (UE) 2017/593 visait spécifiquement les clients qui n'ont pas de préférence en matière de durabilité (et donc pas les clients dont d'autres besoins, caractéristiques ou objectifs ne sont pas compatibles avec l'instrument financier concerné), et que (iii) la définition d'un marché cible négatif reste pleinement justifiée au regard d'autres critères que les facteurs de durabilité.

Comme indiqué dans le [r]apport au Roi, cette interprétation est d'ailleurs confirmée par l'ESMA dans son *Consultation Paper 'Review of the Guidelines on MiFID II product governance requirements'* du 8 juillet 2022 et devrait donc être appliquée de manière harmonisée par les superviseurs des différents États membres. À défaut de suivre cette approche dans la transposition de la directive, il risquerait d'y avoir une incohérence entre le texte réglementaire et les (futurs) *guidelines* d'ESMA que les superviseurs seront amenés à intégrer dans leurs pratiques de supervision.

Cfr. lien vers ce *paper* :

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3114 -
cp_review_mifid_ii_product_governance_guidelines_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3114_-_cp_review_mifid_ii_product_governance_guidelines_0.pdf)

L'extrait relevant se trouve à la page 16, dans le point 49 :

'According to Article 9 of the MiFID II Delegated Directive, firms shall identify, as part of the target market identification, any groups of clients with whose needs, characteristics and objectives the product is not compatible, except where the product considers sustainability factors. Consistent with the rationale of this exception of performing a negative target market assessment in relation to a product's sustainability-related objectives, ESMA proposes clarifying in paragraph 81 of the draft guidelines that, for products which consider sustainability factors, the firm should always perform a negative target market assessment with respect to the five target market categories (client type, knowledge and experience, financial situation, risk tolerance and objectives and needs), but should not consider the sustainability-related objectives of the products when performing such a negative target market assessment. Indeed, as clarified in Recital 7 of the MiFID II Delegated Directive, the rationale of this negative target market exemption is to ensure that products with 17 sustainability factors remain easily available also for clients that do not have sustainability preferences' ».

Ces précisions, qui valent également pour l'article 23, § 2, alinéa 1^{er}, en projet de l'arrêté royal du 19 décembre 2017 (article 4, 1^o, du projet), figureront utilement dans le rapport au Roi.

Article 6

Il y a lieu de préciser que l'article 21, alinéa 1^{er}, de l'arrêté royal du 27 avril 2007 'relatif aux offres publiques d'acquisition' a été modifié par l'arrêté royal du 3 mars 2011.

Article 11

Au 2° de la version française, les mots « article 7:82, § 1^{er}, alinéa 4 du Code des sociétés et des associations » seront remplacés par les mots « article 7:82, § 1^{er}, alinéa 5, du Code des sociétés et des associations ».

*

Aangezien de adviesaanvraag ingediend is op basis van artikel 84, § 1, eerste lid, 2°, van de wetten ‘op de Raad van State’, gecoördineerd op 12 januari 1973, beperkt de afdeling Wetgeving overeenkomstig artikel 84, § 3, van de voornoemde gecoördineerde wetten haar onderzoek tot de rechtsgrond van het ontwerp, de bevoegdheid van de steller van de handeling en de te vervullen voorafgaande vormvereisten.

Wat die drie punten betreft, geeft het ontwerp aanleiding tot de volgende opmerkingen.

VOORAFGAAND VORMVEREISTEN

In een brief van 9 augustus 2022 gericht aan de minister van Financiën, waarbij hem “[l]’avant-projet d’arrêté royal visant, dans son [c]hapitre 1^{er}, à transposer la Directive déléguée (UE) 2021/1269 de la Commission du 21 avril 2021 modifiant la directive déléguée (UE) 2017/593 en ce qui concerne l’intégration des facteurs de durabilité dans les obligations applicables en matière de gouvernance des produits” wordt bezorgd, heeft de FSMA meer bepaald het volgende gesteld: “Le [c]hapitre 1^{er} de ce projet de texte fait actuellement l’objet d’une consultation informelle auprès de Febelfin. La FSMA sera en mesure de vous faire parvenir une version finalisée début septembre.”

Die brief kan alleen geacht worden te dienen als advies van de FSMA over het ontwerp dat aan de afdeling Wetgeving is voorgelegd en in die hoedanigheid vermeld worden in het negende lid van de aanhef als dat ontwerp geen enkele inhoudelijke wijziging meer heeft ondergaan nadat het aldus is overgezonden op 9 augustus 2022.

Het staat aan de steller van het ontwerp om zich daarvan te vergewissen, zodat op correcte wijze verwezen kan worden naar het door de FSMA vervulde vormvereiste met betrekking tot het ontworpen dispositief.

ALGEMENE OPMERKING

Uit artikel 1 van het ontwerp blijkt dat dit ontwerp strekt tot omzetting van de gedelegeerde richtlijn (EU) 2021/1269 van de Commissie van 21 april 2021 ‘tot wijziging van Gedelegeerde Richtlijn (EU) 2017/593 wat betreft de integratie van duurzaamheidsfactoren in de productgovernanceverplichtingen’ (hierna: “de gedelegeerde richtlijn (EU) 2021/1269”).

Volgens de beginselen van de wetgevingstechniek die de afdeling Wetgeving heeft opgesteld, wordt de stellers van ontwerpen verzocht om bij de omzetting van richtlijnen omzettingstabellen op te maken.¹

Op een vraag in dat verband heeft de gemachtigde van de minister de afdeling Wetgeving de omzettingstabellen met betrekking tot het voorliggende ontwerp bezorgd.

¹ *Beginnelsen van de wetgevingstechniek – Handleiding voor het opstellen van wetgevende en reglementaire teksten*, <http://www.raadvst-consetat.be>, tab “Wetgevingstechniek”, aanbeveling 191.

Die tabellen dienen opgenomen te worden in het verslag aan de Koning dat bij het ontworpen besluit is gevoegd.

BIJZONDERE OPMERKINGEN

AANHEF

1. De gemachtigde van de minister heeft beaamd dat het ontworpen besluit niet steunt op de algemene uitvoeringsbevoegdheid van de Koning, bedoeld in artikel 108 van de Grondwet.

Het eerste lid van de aanhef, waarin dat artikel wordt vermeld, dient derhalve te vervallen.

2. In het tweede lid (dat het eerste lid wordt) moeten de nog geldende wijzigingen worden vermeld die zijn aangebracht in de bepalingen die de rechtsgrond vormen van het voorliggende ontwerp.²

3. De gemachtigde van de minister is het ermee eens dat in het derde lid (dat het tweede lid wordt) nauwkeuriger moet worden verwezen naar paragraaf 3 van artikel 65/2 van de wet van 25 april 2014 ‘op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen’.

Er dient voorts te worden gepreciseerd dat artikel 65/2 ingevoegd is bij de wet van 21 november 2017.³

4. In het vierde lid (dat het derde lid wordt) dient gepreciseerd te worden dat artikel 26/1 van de wet van 25 oktober 2016 ‘betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies’ daarin ingevoegd is bij de wet van 21 november 2017.

² *Ibidem*, aanbeveling 27.

³ *Ibidem*.

DISPOSITIEF

Artikel 3

Artikel 3, 1°, strekt ertoe het eerste en het tweede lid van paragraaf 9 van artikel 22 van het koninklijk besluit van 19 december 2017 ‘tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten’ te vervangen door wat volgt:

“De gereglementeerde ondernemingen stellen de potentiële doelmarkt voor elk financieel instrument voldoende fijnmazig vast en bepalen het type of de typen cliënten met wier behoeften, kenmerken en doelstellingen, met inbegrip van duurzaamheidsdoelstellingen, het financiële instrument overeenstemt.

In dit proces identificeren de gereglementeerde ondernemingen de groep of groepen cliënten met wier behoeften, kenmerken en doelstellingen het financiële instrument niet overeenstemt, zonder rekening te houden met eventuele duurzaamheidsfactoren. Wanneer gereglementeerde ondernemingen samenwerken bij het vervaardigen van een financieel instrument, moet slechts één doelmarkt worden aangewezen.”

Met deze wijziging wordt de omzetting beoogd van artikel 9, lid 9, eerste alinea, van de gedelegeerde richtlijn (EU) 2017/593 van 7 april 2016 ‘tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen’ (hierna: “de gedelegeerde richtlijn (EU) 2017/593”), zoals die bepaling vastgelegd is in artikel 1, punt 2), a), van de gedelegeerde richtlijn (EU) 2021/1269, dat luidt als volgt:

“9. De lidstaten verplichten beleggingsondernemingen de potentiële doelmarkt voor elk financieel instrument voldoende fijnmazig vast te stellen en het type of de typen cliënten te bepalen met wier behoeften, kenmerken en doelstellingen, met inbegrip van duurzaamheidsdoelstellingen, het financiële instrument overeenstemt. In dit proces identificeert de onderneming de groep of groepen cliënten met wier behoeften, kenmerken en doelstellingen het financiële instrument niet overeenstemt, behalve indien financiële instrumenten duurzaamheidsfactoren in aanmerking nemen. Wanneer beleggingsondernemingen samenwerken bij het vervaardigen van een financieel instrument, moet slechts één doelmarkt worden aangewezen.”

In het verslag aan de Koning staat in dat verband het volgende te lezen:

“(…) [H]et eerste punt van deze bepaling [zet] artikel 1, lid 2, a) van de [g]edelegeerde [r]ichtlijn (EU) 2021/1269 om (…).

Zoals deze bepaling is verwoord, wijkt ze enigszins af van artikel 1, lid 2, a) van de Richtlijn aangezien uit een strikte lezing hiervan zou kunnen worden begrepen dat een gereglementeerde onderneming niet verplicht is om een negatieve doelmarkt te identificeren voor een financieel instrument als dat instrument duurzaamheidsfactoren in aanmerking neemt. Deze interpretatie lijkt niet te stroken met de wil van de Europese wetgever, als verwoord in de zevende considerans van de Richtlijn, die ervoor wil zorgen dat financiële instrumenten met duurzaamheidsfactoren gemakkelijk beschikbaar blijven, onder meer voor cliënten die geen duurzaamheidsvoorkeur hebben. Die instrumenten zouden dus gedistribueerd moeten kunnen worden aan dergelijke cliënten, ook al behoren

ze niet tot de doelmarkt. Daartoe stelt de omzettingsbepaling in het ontwerp uitdrukkelijk dat de geregementeerde ondernemingen wel degelijk verplicht zijn om een negatieve doelmarkt te identificeren voor de financiële instrumenten met duurzaamheidsfactoren maar, in dat geval, op basis van andere criteria dan duurzaamheidsfactoren. Met ander woorden, een geregementeerde onderneming hoeft de eventuele duurzaamheidsfactoren niet in aanmerking te nemen wanneer zij de groep of eventueel groepen cliënten identificeert met wier behoeften, kenmerken en doelstellingen een instrument met duurzaamheidsfactoren niet overeenstemt. Die interpretatie wordt overigens bevestigd door ESMA in haar *Consultation Paper 'Review of the Guidelines on MiFID II product governance requirements'* van 8 juli 2022 en zou dus op een geharmoniseerde wijze moeten worden toegepast door de toezichthouders in de verschillende lidstaten.”

Op een vraag in dat verband heeft de gemachtigde van de minister de volgende uitleg gegeven:

“La règle actuelle, énoncée à l'article 22, § 9 de l'arrêté royal du 19 décembre 2017 portant les règles et modalités visant à transposer la [d]irective concernant les marchés d'instruments financiers, et transposant l'article 9, (9) de la directive déléguée (UE) 2017/593, prévoit que les entreprises réglementées doivent identifier à la fois le marché cible potentiel pour chaque instrument financier, en précisant le ou les types de clients dont les besoins, les caractéristiques et les objectifs sont compatibles avec cet instrument financier, mais également le marché cible ‘négatif’, c'est-à-dire le ou les groupes de clients dont les besoins, les caractéristiques et les objectifs ne sont pas compatibles avec cet instrument financier. Dans des orientations, [l']ESMA a précisé que l'entreprise réglementée devait définir le marché cible en tenant compte de cinq critères: le type de client, les connaissances et l'expérience des clients, la situation financière des clients, la tolérance au risque des clients et enfin les objectifs et besoins des clients. Ces critères s'appliquent tant pour la définition du marché cible ‘positif’ que pour la définition du marché cible ‘négatif’.

Le législateur européen a souhaité, dans la directive déléguée (UE) 2021/1269, nuancer cette règle pour les instruments financiers comportant des facteurs de durabilité, et ce dans un but de maintien de l'accessibilité de ces instruments, en ce compris à des clients qui n'ont pas de préférences en matière de durabilité. En effet, si la règle restait inchangée, de tels clients ne seraient pas repris dans le marché cible ‘positif’ de l'instrument comportant des facteurs de durabilité (ce qui est parfaitement justifié étant donné leur absence de préférence en la matière), mais cette seule absence de préférence en matière de durabilité les aurait également inclus automatiquement dans le marché cible négatif, ce qui aurait eu un effet négatif sur l'accessibilité de tels instruments. C'est précisément ce que le législateur européen, soucieux du maintien de l'accessibilité de ce type de produits, a souhaité éviter. C'est cette volonté du législateur européen qui est exprimée dans le considérant 7 de la directive déléguée (UE) 2021/1269: ‘Pour que les instruments financiers comportant des facteurs de durabilité restent facilement accessibles, y compris à des clients qui n'ont pas de préférences en la matière, les entreprises d'investissement ne devraient pas être tenues d'identifier les groupes de clients qui ont des besoins, caractéristiques et objectifs avec lesquels ces instruments ne sont pas compatibles’. Il est sous-entendu, étant donné la référence explicite aux clients n'ayant pas de préférence en matière de durabilité, que les entreprises d'investissement ne devraient pas être tenues d'identifier les groupes de clients qui ont des besoins, caractéristiques et objectifs avec lesquels ces instruments ne sont pas compatibles en raison de cette absence de préférence. Il s'agit de la seule interprétation qui donne un sens à la modification apportée par la directive déléguée (UE) 2021/1269 à l'article 9, (9) de la directive déléguée (UE) 2017/593. Dans ce considérant, le législateur européen ne justifie

en tout cas pas en quoi il serait utile de ne définir aucun marché cible négatif pour les instruments financiers comportant des facteurs de durabilité. Il reste en effet justifié de définir le marché cible négatif de ces instruments sur la base d'autres critères que les facteurs de durabilité (cfr. critères précités tels que la situation financière ou la tolérance aux risques des clients). Il se peut en effet qu'un instrument financier comportant des facteurs de durabilité ne soit pas compatible avec les besoins, caractéristiques ou objectifs de certaines personnes, sans que cette absence de compatibilité ne soit directement liée à des facteurs et/ou des préférences de durabilité. Cela pourrait par exemple être le cas pour un instrument financier, comportant des facteurs de durabilité, mais présentant, par ailleurs, certains risques spécifiques pour les clients ayant une tolérance faible aux risques. Ces clients ne devraient pas avoir accès à un tel instrument financier et devraient donc faire partie de son marché cible négatif.

En conclusion, il résulte selon nous clairement du considérant 7 de la directive déléguée (UE) 2021/1269 que (i) l'intention du législateur européen n'était pas de supprimer totalement l'obligation de définir un marché cible négatif pour tous les instruments financiers comportant des facteurs de durabilité, que (ii) la modification apportée à l'article 9, (9) de la directive déléguée (UE) 2017/593 visait spécifiquement les clients qui n'ont pas de préférence en matière de durabilité (et donc pas les clients dont d'autres besoins, caractéristiques ou objectifs ne sont pas compatibles avec l'instrument financier concerné), et que (iii) la définition d'un marché cible négatif reste pleinement justifiée au regard d'autres critères que les facteurs de durabilité.

Comme indiqué dans le [r]apport au Roi, cette interprétation est d'ailleurs confirmée par l'ESMA dans son *Consultation Paper 'Review of the Guidelines on MiFID II product governance requirements'* du 8 juillet 2022 et devrait donc être appliquée de manière harmonisée par les superviseurs des différents États membres. À défaut de suivre cette approche dans la transposition de la directive, il risquerait d'y avoir une incohérence entre le texte réglementaire et les (futurs) *guidelines* d'ESMA que les superviseurs seront amenés à intégrer dans leurs pratiques de supervision.

Cfr. lien vers ce *paper*:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3114_-_cp_review_mifid_ii_product_governance_guidelines_0.pdf

L'extrait relevant se trouve à la page 16, dans le point 49:

'According to Article 9 of the MiFID II Delegated Directive, firms shall identify, as part of the target market identification, any groups of clients with whose needs, characteristics and objectives the product is not compatible, except where the product considers sustainability factors. Consistent with the rationale of this exception of performing a negative target market assessment in relation to a product's sustainability-related objectives, ESMA proposes clarifying in paragraph 81 of the draft guidelines that, for products which consider sustainability factors, the firm should always perform a negative target market assessment with respect to the five target market categories (client type, knowledge and experience, financial situation, risk tolerance and objectives and needs), but should not consider the sustainability-related objectives of the products when performing such a negative target market assessment. Indeed, as clarified in Recital 7 of the MiFID II Delegated Directive, the rationale of this negative target market exemption is to ensure that products with 17 sustainability factors remain easily available also for clients that do not have sustainability preferences'.

Die preciseringen, die eveneens gelden voor het ontworpen artikel 23, § 2, eerste lid, van het koninklijk besluit van 19 december 2017 (artikel 4, 1°, van het ontwerp) zouden ook opgenomen moeten worden in het verslag aan de Koning.

Artikel 6

Er dient gepreciseerd te worden dat artikel 21, eerste lid, van het koninklijk besluit van 27 april 2007 ‘op de openbare overnamebiedingen’ gewijzigd is bij het koninklijk besluit van 3 maart 2011.

Artikel 11

In de Franse tekst van punt 2° dienen de woorden “article 7:82, § 1^{er}, alinéa 4 du Code des sociétés et des associations” vervangen te worden door de woorden “article 7:82, § 1^{er}, alinéa 5, du Code des sociétés et des associations”.

LE GREFFIER – DE GRIFFIER

LE PRÉSIDENT – DE VOORZITTER

Esther CONTI

Pierre VANDERNOOT