

# SÉNAT DE BELGIQUE

---

SESSION DE 2012-2013

---

3 JUILLET 2013

---

Projet de loi modifiant, en vue de transposer les directives 2010/73/UE et 2010/78/UE, la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, la loi du 1<sup>er</sup> avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, la loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant dispositions diverses et la loi du 3 août 2012 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement, et portant dispositions diverses

---

*Procédure d'évocation*

---

## AMENDEMENTS

---



---

*Voir:*

Documents du Sénat :

5-2175 - 2012/2013 :

N° 1 : Projet évoqué par le Sénat.

# BELGISCHE SENAAAT

---

ZITTING 2012-2013

---

3 JULI 2013

---

Wetsontwerp tot wijziging, met het oog op de omzetting van de richtlijnen 2010/73/EU en 2010/78/EU, van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, van de wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt en houdende diverse bepalingen en van de wet van 3 augustus 2012 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, en houdende diverse bepalingen

---

*Evocatieprocedure*

---

## AMENDEMENTEN

---



---

*Zie:*

Stukken van de Senaat :

5-2175 - 2012/2013 :

Nr. 1 : Ontwerp geëvoceerd door de Senaat.

## N° 1 DE M. DAEMS

## Art. 3

**Compléter cet article par un 3°/1 rédigé comme suit :**

« 3°/1. le paragraphe 2 est complété par un f) rédigé comme suit :

« f) les offres d'instruments de placement dans le cadre desquelles la rémunération provenant du prêt de titres après déduction, le cas échéant, de la rémunération du gestionnaire du système de prêt de titres et du conservateur de la garantie financière ne revient pas intégralement à l'investisseur. » »

## Justification

L'auteur du présent amendement souhaite mettre fin à la pratique par laquelle des établissements financiers et des gestionnaires de fonds prêtent les actions de leurs clients à des spéculateurs et empochent la majeure partie de la rémunération découlant de cette opération.

Peu de citoyens savent que le fonds de pension ou de placement dans lequel ils investissent prête les actions qu'il gère à des parties tierces. Cette pratique est connue sous le nom de « *securities lending* » (prêt de titres).

En théorie, la rémunération que le fonds perçoit pour le prêt des titres accroît le rendement. Or, la pratique montre que le gestionnaire du fonds empoche, sous la forme d'une commission, jusqu'à 50 % de la rémunération découlant du prêt d'actions qui, en fait, ne lui appartiennent pas.

Une étude récente révèle qu'en Belgique, cette commission est souvent disproportionnée puisqu'elle représente la moitié de la rémunération. (1)

Pourtant, l'ESMA, l'Autorité européenne des marchés financiers, a édicté cette année des règles claires : le produit des prêts de titres, déduction faite des frais de transaction, doit être versé dans son intégralité à l'investisseur. La notion de frais de transaction fait encore actuellement l'objet de discussions.

Au sujet des nouvelles directives instaurées, l'ESMA déclare que (2) celles-ci renforceront la transparence et la protection de l'investisseur mais qu'elles contribueront aussi à préserver la stabilité des marchés financiers. (traduction)

Selon l'auteur du présent amendement, c'est là plus qu'une évidence. En effet, l'investisseur est souvent, sans qu'il le sache, exposé au risque d'une défaillance de l'emprunteur. On n'a rien sans rien.

Étant donné que l'investisseur supporte les conséquences d'une faillite de l'emprunteur, il est tout à fait normal qu'il perçoive l'intégralité du produit de l'opération. L'auteur du présent amendement ne peut concevoir que de nombreux investisseurs, sans avoir donné explicitement leur accord à des contreparties, soient exposés à des risques concernant des actions ou d'autres actifs comme des obligations qu'ils détiennent dans leur portefeuille.

(1) *De Tijd*, « De Geheime vergoeding die uw fonds opstrijkt », p. 25, 29 mai 2013.

(2) <http://www.ft.com/cms/s/0/3bd466ac-6ec1-11e2-8189-00144feab49a.html#axzz2Umt88DPe>.

## Nr. 1 VAN DE HEER DAEMS

## Art. 3

**In dit artikel wordt een punt 3°/1 ingevoegd, luidende :**

« 3°/1. paragraaf 2 wordt aangevuld met een punt f), luidende :

« f) de aanbiedingen van beleggingsinstrumenten waarbij de vergoeding voortvloeiend uit de effectenlening na aftrek van de vergoeding, in voorkomend geval, van de beheerder van het effectenleningsstelsel en van de houder van de financiële zekerheid niet integraal toekomt aan de belegger. » »

## Verantwoording

Met dit amendement wil de indiener paal en perk stellen aan de praktijk waarbij financiële instellingen en fondsbeheerders de aandelen van hun cliënten uitlenen aan speculanten en het grootste deel van de vergoeding hiervoor in eigen zak steken.

Weinig burgers zijn zich ervan bewust dat hun pensioen- of beleggingsfonds waarin zij beleggen de aandelen die het beheert, uitlent aan andere partijen. Deze praktijk staat bekend als « *securities lending* ».

De vergoeding die het fonds ontvangt voor het uitlenen van de effecten kript het rendement theoretisch op. De praktijk wijst echter uit dat de fondsbeheerders tot 50 % van de vergoeding voor het uitlenen van aandelen die hen eigenlijk niet toebehoren gewoon in eigen zak steken en dit onder de vorm van een commissie.

In België ligt die commissie vaak onredelijk hoog — op 50 %, leert recent onderzoek (1).

De Europese financiële toezichthouder ESMA vaardigde nochtans eerder dit jaar duidelijke regels uit : Alle opbrengsten uit « *securities lending* » minus operationele kosten moeten terugvloeien naar de belegger. ». Momenteel is er nog volop discussie over de term operationele kosten.

ESMA stelt het volgende over de ingevoerde *guidelines* : « *The new guidelines will increase transparency and investor protection but also contribute to safeguarding the stability of financial markets.* (2) ».

Dit is wat de indieners betreft ook meer dan evident. De belegger wordt immers dikwijls zonder dat hij of zij het weet blootgesteld aan het risico op een default van de ontlener. *There is no such thing as a free lunch.*

Aangezien de belegger de gevolgen draagt van een faillissement van de ontlener, is het maar meer dan normaal dat hij/zij alle inkomsten ervan geniet. De indieners vinden het niet kunnen dat veel beleggers zonder dat zij hier expliciet toestemming voor hebben gegeven aan tegenpartijen risico lopen op aandelen en andere activa zoals obligaties die zij in eigen portefeuille hebben.

(1) *De Tijd*, « De Geheime vergoeding die uw fonds opstrijkt », blz. 25, 29 mei 2013.

(2) <http://www.ft.com/cms/s/0/3bd466ac-6ec1-11e2-8189-00144feab49a.html#axzz2Umt88DPe>.

Il n'est pas rare en effet que des actions ou des obligations soient prêtées à des « *short sellers* », des « investisseurs sophistiqués » qui parient sur une baisse du cours de celles-ci. Ils procèdent en vendant les actions empruntées dans l'espoir de les racheter ultérieurement à un prix inférieur.

Il n'est quand même pas normal que des gestionnaires de fonds procurent à des « *short sellers* » les outils nécessaires pour spéculer sur les actions détenues par le fonds. Les actions dans lesquelles les gestionnaires de fonds placent leur confiance et qui recèlent un potentiel sont ainsi prêtées à des contreparties qui n'attendent qu'une chose : que le cours de ces actions baisse.

La presse a mené l'enquête auprès de l'industrie des fonds de placement, mais elle s'est heurtée à un mur de silence.

On apprend néanmoins qu'en Belgique, les gestionnaires cherchent à obtenir le rendement maximum, à quelques exceptions près.

Précisons, pour mettre les choses en perspective, qu'aux États-Unis, les géants de la gestion d'actifs BlackRock et State Street font l'objet de poursuites parce qu'ils se seraient approprié une part trop importante du produit des opérations de prêts de titres, à hauteur respectivement de 40 et de 50 %. Cette pratique exaspère les investisseurs.

L'ESMA et son homologue britannique, la FSA, disent très clairement qu'il n'est pas concevable que la rémunération perçue soit aussi importante alors que le risque est supporté par le fonds.

L'argument selon lequel les fonds belges doivent prêter des titres s'ils veulent rester compétitifs par rapport aux fonds étrangers ne tient plus la route. Aux Pays-Bas et dans d'autres pays européens, on constate clairement que la tendance est de rétribuer davantage les clients/investisseurs. On le voit d'ailleurs aussi par le biais des primes de distribution (rétrocessions), qui seront supprimées à partir de 2014.

L'auteur du présent amendement propose, à l'instar de l'ESMA, que l'entière du produit des prêts de titres, déduction faite des frais de transaction, soit rétrocédé à l'investisseur.

À cet effet, il est proposé de compléter l'article 3, § 2, par un point *f*) (nouveau) précisant explicitement que les instruments de placement dont les titres sont prêtés par le biais d'opérations de « *securities lending* » ne répondent aux conditions d'une « offre publique » que dans la mesure où la rémunération provenant du prêt des titres précités revient intégralement à l'investisseur, déduction faite des frais de transaction.

L'auteur du présent amendement est conscient du fait que les mesures qu'il propose risquent, dans la pratique, de sonner le glas des opérations de prêts de titres, mais tel est le but implicite de l'amendement. L'auteur prendra sous peu des initiatives concrètes en vue d'obtenir que le régulateur interdise la spéculation dont on peut prouver qu'elle perturbe le marché, notamment par le recours à la technique du « *short selling* » qui vise uniquement le rendement financier et non la couverture des risques. Il est indiqué, dans le cadre du projet à l'examen, de lancer un signal fort afin de montrer que ce type de spéculation déséquilibrante pour le marché n'a plus sa place.

Vaak worden aandelen of obligaties immers uitgeleend aan « *shortsellers* », gesofisticeerde beleggers die gokken op een koersdaling. Dat doen ze door de geleende aandelen te verkopen in de hoop ze later goedkoper terug te kopen.

Het is toch bijzonder wrang dat fondsbeheerders de munitie aanleveren voor *shorters* om te speculeren tegen de aandelen die in het fonds worden gehouden. Aandelen waarin de fondsbeheerders geloven en waar potentieel in zit worden aldus uitgeleend aan tegenpartijen die dat aandeel liever zien dalen.

Navraag van de pers bij de fondsenindustrie gaf geen resultaat. Er heerst een muur van stilzwijgen.

Uit onderzoek door de pers blijkt het in België blijkbaar de norm voor de beheerders om het onderste uit de kan te halen, een aantal uitzonderingen niet te na gesproken.

Om dat in perspectief te plaatsen: In de VS worden de fondsensgiganten BlackRock en State Street vervolgd omdat ze zich een te groot gedeelte van de inkomsten uit « *securities lending* » zouden toe-eigenen. In hun geval gaat het om respectievelijk 40 en 50 %. Beleggers zijn woedend om die « *free lunch* ».

ESMA en de Britse toezichthouder FSA zeggen heel duidelijk dat het niet uit te leggen is dat je zo'n forse vergoeding opstrijkt als het risico gedragen wordt door het fonds.

Het argument dat de Belgische fondsen effectenleningen nodig hebben om competitief te blijven met buitenlandse fondsen is niet langer valabel. In Nederland en de andere landen binnen Europa is er een duidelijke trend om meer aan de klanten/beleggers uit te keren. Dat zien we ook bij de distributievergoedingen (recessies) die vanaf 2014 worden afgeschaft.

Indieners stellen voor naar analogie van ESMA dat alle opbrengsten uit « *securities lending* » minus operationele kosten moeten terugvloeien naar de belegger.

Meer concreet wordt artikel 3, § 2, aangevuld met een nieuw punt *f*) dat expliciet aangeeft dat beleggingsinstrumenten waarvan de stukken via « *securities lending* » worden uitgeleend enkel voldoen aan de voorwaarden van een « openbare aanbidding » in zoverre de vergoeding voor het uitlenen van de onderliggende stukken integraal naar de belegger gaat na inhouding van de operationele kosten.

Indiener is zich ervan bewust dat dit in de praktijk wil zeggen dat « *securities lending* » wellicht tot het verleden zal behoren. Dit is de impliciete bedoeling van dit amendement. Indiener zal binnenkort concrete initiatieven nemen om de speculatie waarvan kan worden aangetoond marktverstoring in de hand te werken, zo ondermeer de techniek van *short selling* die enkel gebaseerd is op financieel resultaat en niet op risico-indekking, door de regulator moet worden verboden. Gelet op voorliggend ontwerp is het aangewezen om een duidelijk signaal te geven dat marktverstorende speculatie die enkel gebaseerd is op financieel resultaat en niet op risico-indekking de wacht moet worden aangezegd.

Rik DAEMS.