

# SÉNAT DE BELGIQUE

---

SESSION DE 2013-2014

---

20 NOVEMBRE 2013

---

**Proposition de loi instaurant une rémunération nette pour les investisseurs sur le produit des prêts de titres par certains organismes de placement collectif**

(Déposée par M. Rik Daems  
et Mme Martine Taelman)

---

## DÉVELOPPEMENTS

---

La présente proposition de loi entend 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 tiers. 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 empêche, sous la forme d'une commission, jusqu'à 50 % de la rémunération découlant du prêt d'actions qui, en fait, ne lui appartiennent pas.

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 : tout ce que rapporte le produit des prêts de titres, déduction faite des frais de transaction, doit aller à l'investisseur. La discussion bat encore son plein en ce qui concerne la notion de frais de transaction.

---

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

# BELGISCHE SENAAAT

---

ZITTING 2013-2014

---

20 NOVEMBER 2013

---

**Wetsvoorstel tot invoering van de netto vergoeding voor de beleggers van de opbrengsten van effectenleningen door bepaalde instellingen voor collectieve beleggingen**

(Ingediend door de heer Rik Daems  
en mevrouw Martine Taelman)

---

## TOELICHTING

---

Dit wetsvoorstel wil 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 uitleent aan andere partijen. Deze praktijk staat bekend als «*securities lending*».

De vergoeding die het fonds ontvangt voor het uitlenen van de effecten krijkt het rendement theoretisch op. De praktijk wijst echter uit dat de fondsbeheerder 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 financieel 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.

---

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

Au sujet des nouvelles directives instaurées, l'ESMA déclare que celles-ci renforceront la transparence et la protection de l'investisseur, mais qu'elles contribueront aussi à préserver la stabilité des marchés financiers. (traduction) (1)

Selon les auteurs de la présente proposition de loi, 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'ensemble des revenus découlant de l'opération. Les auteurs de la présente proposition de loi ne peuvent concevoir que nombre d'investisseurs qui n'ont pas donné explicitement leur consentement à une tierce partie soient exposés à des risques concernant des actions ou d'autres éléments d'actifs, comme des obligations, qu'ils détiennent en portefeuille.

Le méga-fonds Fidelity envisage d'abandonner la pratique controversée du prêt de titres au motif que le jeu n'en vaut plus la chandelle. De plus, Fidelity en a assez de la connotation négative attachée à ce type d'opérations. Ainsi, il n'est pas rare que des titres soient prêtés à des « *short sellers* », des « investisseurs sophistiqués » qui parient sur une baisse du cours de celles-ci, 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 tiers 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. Dans le cadre d'une enquête menée auprès des principaux acteurs du secteur, Beama, l'Association belge des gestionnaires de fortune, a répondu par une déclaration écrite précisant qu'en Belgique, l'activité du secteur est régie par l'arrêté royal du 7 mars 2006 relatif aux prêts de titres par certains organismes de placement collectif, lequel dispose que la moitié au moins de la rémunération provenant du prêt de titres doit être attribuée au gestionnaire de fonds.

Un article de journal rapporte les propos d'un témoin anonyme, actif dans le secteur: « Chaque gestionnaire de fonds ou presque se livre à ce genre d'activités, nous aussi. Il est en effet très intéressant pour un gestionnaire de se livrer à des prêts de titres. Mais c'est un sujet sensible. » (traduction)

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

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* (1). »

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 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 een tegenpartij risico lopen op aandelen en andere activa zoals obligaties die zij in eigen portefeuille hebben.

Door de verregaande maatregel overweegt fondsenreus Fidelity te stoppen met de controversiële praktijk van *securities lending*. Het sop is de kool niet meer waard, klinkt het. Fidelity heeft bovendien genoeg van de negatieve connotatie die rond *securities lending* hangt. Vaak worden aandelen 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. Een rondvraag bij de belangrijkste fondsenpelers wordt beantwoord met een schriftelijk statement van Beama, de vereniging van Belgische vermogensbeheerders. Deze stelt het volgende: « In België geldt het koninklijk besluit van 7 maart 2006 met betrekking tot de effectenleningen. Dat koninklijk besluit bepaalt dat minstens 50 % van de opbrengsten uit *securities lending* ten gunste moet komen van de fondsenbelegger. ».

Een krantenartikel haalt de woorden van een anonieme insider aan: « Bijna iedere *asset manager* doet het, ook wij. Reken maar dat het heel interessant is voor een beheerder aan *securities lending* te doen. Maar het is een gevoelig onderwerp. ».

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

Un autre gestionnaire de patrimoine cité est catégorique : « Nous ne nous livrons pas à ce genre d'opérations, mais nous devons quasiment être les seuls. Le grand problème est de savoir à qui appartiennent les recettes générées par les opérations de prêt de titres. » (traduction)

L'enquête menée par ce même journal a montré que les prospectus et les rapports annuels des gestionnaires de fonds de la société Petercam, de la Banque Delen et de la Banque Degroof sont ceux qui font preuve de la plus grande transparence. Il ressort des prospectus que la société Petercam prélève 15 % des recettes au titre des frais de transaction et que les banques Delen et Degroof respectivement en prélèvent la moitié. Dans un commentaire de son rapport annuel, KBC Asset Management indique qu'elle prélève, elle aussi, 50 % du produit des opérations de prêts de titres. Quant à ING, elle précise qu'elle perçoit un quart des recettes générées dans le cadre du fonds de pension Star Fund.

Chez BNP Paribas Fortis et Dexia Asset Management, il est impossible d'obtenir une quelconque information sur la manière dont les recettes sont réparties. Toute demande de renseignements reste aussi sans réponse.

En Belgique, les gestionnaires cherchent manifestement à optimiser le rendement, 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. Selon un administrateur d'une grande banque de dépôt européenne, une répartition 50/50 est considérée comme très généreuse, *a fortiori* si le risque est supporté intégralement par les fonds. Ce sont les banques de ce type qui mettent en place des systèmes de prêt de titres pour les acteurs financiers.

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

Interrogée à ce sujet, la FSMA, l'autorité de contrôle du secteur, dit n'avoir aucune objection contre ce type d'opérations. Selon elle, l'arrêté royal belge n'est pas contraire aux règles européennes, même si, dans l'esprit, ils diffèrent fondamentalement. Beama aussi se donne bonne conscience. C'est ainsi que dans un e-mail, elle indique que les prêts de titres visent à optimiser la gestion des fonds et à permettre à ceux-ci de rester compétitifs par rapport aux fonds étrangers en générant des recettes additionnelles pour les fonds et les investisseurs.

L'argument selon lequel les fonds belges doivent prêter des titres s'ils veulent rester compétitifs par

Een andere vermogensbeheerder die wordt aangehaald is categoriek. « Wij doen het niet, maar ik denk dat we zowat de enige moeten zijn. Het grote probleem is: aan wie behoren de inkomsten toe die je verdient met *securities lending*? »

Onderzoek van diezelfde krant van de prospectussen en jaarverslagen van de fondsbeheerders wijst uit dat Petercam, Bank Delen en Bank Degroof het meest transparant zijn. Uit de prospectussen blijkt dat Petercam 15 % van de inkomsten als operationele kosten inhoudt en Bank Delen en Degroof ieder de helft. Ook KBC Asset Management meldt in een toelichting bij het jaarverslag dat het 50 % van de inkomsten uit « *sec lending* » voor zich houdt. Voor het pensioenspaarfonds Star Fund van ING bleek een kwart van de inkomsten te worden ingehouden.

Bij BNP Paribas Fortis en Dexia Asset Management is het onmogelijk een verdeelsleutel te bekomen. Ook een vraag om toelichting wordt niet beantwoord.

Dat leert dat het in België blijkbaar de norm is 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 fondsen-giganten BlackRock en State Street vervolgd omdat ze zich een te groot gedeelte van de inkomsten uit *sec lending* zouden toe-eigenen. In hun geval gaat het om respectievelijk 40 en 50 %. Beleggers zijn woedend om die « *free lunch* ». « Een 50/50-verdeling wordt als heel rijkelijk beschouwd, zeker wanneer het risico volledig bij het fonds blijft », zegt een bestuurder bij een grote Europese « *custodian bank* ». Het zijn dergelijke banken die *securities lending*-systemen opzetten voor financiële spelers.

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.

Navraag bij de FSMA leert dat de toezichthouder er geen graten in ziet. « Het Belgisch koninklijk besluit is niet strijdig met de Europese regels », klinkt het. Ook al is de geest van beide teksten totaal verschillend. Ook Beama wast de handen in onschuld. « De drijvende kracht achter effectenleningen is het optimaliseren van het beheer en concurrentieel blijven met buitenlandse fondsen om zo een additionele opbrengst voor het fonds en de beleggers te genereren », klinkt het in een e-mail.

Het argument dat de Belgische fondsen effectenleningen nodig hebben om competitief te blijven met

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.

Les auteurs de la présente proposition de loi propose, à l'instar de l'ESMA, que les revenus issus des prêts de titres, déduction faite des frais de transaction, soient intégralement rétrocédés à l'investisseur.

## COMMENTAIRE DES ARTICLES

### Article 2

Cet article reprend les définitions utilisées dans l'arrêté royal du 7 mars 2006 relatif aux prêts de titres par certains organismes de placement collectif.

### Article 3

Les auteurs de la présente proposition de loi proposent, à l'instar de l'ESMA, que les revenus issus des prêts de titres, déduction faite des frais de transaction, soient intégralement rétrocédés à l'investisseur. Une fois que la présente proposition de loi aura été adoptée, il conviendra de mettre l'article 9 de l'arrêté royal du 7 mars 2006 relatif aux prêts de titres par certains organismes de placement collectif en conformité avec l'article 3 du texte adopté. L'article 9 s'énonce actuellement comme suit: «Au moins la moitié de 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, doit revenir à l'organisme de placement collectif prêteur.»

Les auteurs de la présente proposition de loi sont conscient qu'en conséquence de la mesure proposée, rares seront les établissements qui continueront à prêter des titres d'investisseurs, mais tel est le but implicite de la présente proposition de loi.

\*  
\* \*

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 dat naar analogie van wat ESMA voorstelt, alle opbrengsten uit «*securities lending*» minus operationele kosten moeten terugvloeien naar de belegger.

## ARTIKELSGEWIJZE TOELICHTING

### Artikel 2

Dit artikel herneemt de bestaande definities die gehanteerd worden in het koninklijk besluit van 7 maart 2006 met betrekking tot de effectenleningen door bepaalde instellingen voor collectieve beleggingen.

### Artikel 3

Indieners stellen voor dat, naar analogie van wat ESMA eerder aangaf, alle opbrengsten uit «*securities lending*» minus operationele kosten moeten terugvloeien naar de belegger. Eenmaal dit voorstel is aangenomen dient artikel 9 van het koninklijk besluit van 7 maart 2006 met betrekking tot de effectenleningen door bepaalde instellingen voor collectieve belegging in overeenstemming te worden gebracht met artikel 3 van de aangenomen tekst. Artikel 9 luidt momenteel als volgt: «Ten minste de helft van 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, moet toekomen aan de uitlenende instelling voor collectieve belegging.»

Indieners zijn zich ervan bewust dat tengevolge de nieuwe bepaling nog maar weinig instellingen effecten van beleggers zullen uitlenen wat ook de impliciete bedoeling is van dit voorstel.

Rik DAEMS.  
Martine Taelman.

\*  
\* \*

**PROPOSITION DE LOI**Article 1<sup>er</sup>

La présente loi règle une matière visée à l'article 78 de la Constitution.

## Art. 2

Pour l'application de la présente loi, il y a lieu d'entendre par :

1° «système de prêt de titres»: un système standardisé et organisé géré par un principal ou par un agent, même à titre d'activité accessoire, et dont l'objet est la conclusion de prêts de titres; et

2° «titres»: les valeurs mobilières et les instruments du marché monétaire visés à l'article 2, 2 et 3, de l'arrêté royal du 4 mars 2005.

## Art. 3

La rémunération découlant 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, doit revenir à l'organisme de placement collectif prêteur.

## Art. 4

La présente loi entre en vigueur six mois après sa publication au *Moniteur belge*.

28 juin 2013.

**WETSVOORSTEL**

## Artikel 1

Deze wet regelt een aangelegenheid als bedoeld in artikel 78 van de Grondwet.

## Art. 2

Voor de toepassing van deze wet wordt verstaan onder :

1° «effectenleningsstelsel»: gestandaardiseerd en georganiseerd stelsel dat wordt beheerd door een principaal of een agent, zelfs als bijkomstige activiteit, en waarvan het doel bestaat uit het afsluiten van effectenleningen; en

2° effecten: de effecten en de geldmarktinstrumenten als bedoeld in artikel 2, 2 en 3, van het koninklijk besluit van 4 maart 2005.

## Art. 3

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, moet toekomen aan de uitlenende instelling voor collectieve belegging.

## Art. 4

Deze wet treedt in werking zes maanden na de bekendmaking ervan in het *Belgisch Staatsblad*.

28 juni 2013.

Rik DAEMS.  
Martine Taelman.