



COMMISSION BANCAIRE, FINANCIÈRE ET DES ASSURANCES

Gestion collective de produits d'épargne

Bruxelles, le 24 octobre 2007

OPC 4/2007 : Circulaire de la CBFA concernant la détention de titres d'organisme de placement collectif par l'entremise d'un intermédiaire (nominee)

Madame,
Monsieur,

La présente circulaire a pour objet de préciser l'encadrement inhérent aux situations où des investisseurs acquérant des titres nominatifs d'organismes de placement collectif détiennent ces titres par l'entremise d'un intermédiaire chargé des relations entre l'OPC et les investisseurs.

A. Introduction

Les distributeurs de titres d'organisme de placement collectif offrent parfois un service consistant à assurer tout ou partie des relations entre l'OPC et les investisseurs. Agissant en leur nom propre mais pour compte de leurs clients investisseurs, ces intermédiaires acceptent ainsi d'apparaître comme actionnaires ou participants dans l'OPC dont leurs clients investisseurs acquièrent les titres. On dit alors qu'ils jouent un rôle de *nominee*. Les investisseurs finaux demeurent inconnus de l'OPC qui ne leur adresse dès lors aucune documentation. C'est le *nominee* qui, selon l'étendue de sa mission, informe ses clients des différents événements liés à l'OPC.

Prenant en considération la protection des investisseurs, la présente circulaire précise l'encadrement que nécessite une telle activité qui, en l'état de la réglementation, n'est pas prohibée. Elle s'adresse tant aux OPC dont les titres sont commercialisés par l'intermédiaire d'un *nominee* qu'aux distributeurs qui veulent agir, le cas échéant de leur propre initiative, comme *nominee*.

Précisant la portée d'une part, des articles 52, §§ 3 et 4, 130 et 135 de la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement et des articles 11, 12, 119, 130, 131, § 1^{er}, 140 et 141 de l'arrêté royal du 4 mars 2005 relatifs à certains organismes de placement collectif publics et d'autre part, de l'article 96 dudit arrêté royal, la présente circulaire explicite ainsi cet encadrement essentiellement sous l'angle de l'information à donner aux investisseurs - notamment en ce qui concerne les conséquences d'une procédure d'insolvabilité qui serait ouverte à l'encontre du *nominee* - en cas de recours à une structure de détention faisant intervenir un *nominee*.

Sous réserve du point B. ci-après, les développements ci-après valent tant pour l'hypothèse d'un OPC de droit belge dont les titres seraient détenus par l'entremise d'un *nominee* que pour l'hypothèse où les titres d'un OPC de droit étranger feraient l'objet d'une distribution en Belgique.

B. Nature facultative du recours au *nominee*

A l'exception des cas, à démontrer par l'OPC étranger, où le recours aux services d'un *nominee* s'avère indispensable, voire obligatoire, au regard des conditions légales ou réglementaires en vigueur dans l'Etat dont relève l'OPC, il découle des obligations légales et réglementaires applicables à l'OPC que le recours à une structure de détention faisant intervenir un *nominee* demeure facultatif dans le chef de l'investisseur. L'investisseur bénéficie dès lors toujours du droit d'être inscrit directement dans le registre des participants de l'OPC.

A cet égard, le prospectus et le prospectus simplifié ou l'annexe belge préciseront les modalités de résiliation permettant aux investisseurs de revendiquer auprès du *nominee* les titres qu'il détient pour les investisseurs. L'information portera sur les conditions, notamment de coûts, afférents au passage à une détention directe ainsi que sur la façon de laquelle la détention directe peut être obtenue.

C. Informations à fournir aux investisseurs

Indépendamment du fait que la mise en place d'une structure de détention faisant intervenir un *nominee* et les mécanismes juridiques utilisés résultent ou non d'une initiative de l'OPC, il lui revient, conformément aux points IV des Annexes A et B de l'arrêté royal du 4 mars 2005 relatif à certains organismes de placement collectif, de tirer les conséquences sous l'angle de l'information à fournir à l'investisseur.

Les obligations légales et réglementaires incombant à l'OPC et dont la portée est explicitée par la présente circulaire impliquent en effet que l'OPC veille à la manière dont ses titres sont distribués.

Ceci a pour conséquence que lorsqu'un distributeur désigné par l'OPC met en place une structure de détention faisant intervenir un *nominee* entre l'investisseur et l'OPC, il importe que l'OPC s'assure que les exigences légales et réglementaires précisées par la présente circulaire soient rencontrées. Ainsi, dans une telle hypothèse, le contrat de distribution conclu entre l'OPC et son distributeur indiquera utilement l'obligation de respecter les exigences légales et réglementaires telles qu'explicitées par la présente circulaire.

Il en résulte encore que les distributeurs qui souhaiteraient intervenir en qualité de *nominee* se voient alors tenus d'en informer l'OPC et de communiquer à l'OPC toute information nécessaire afin de lui permettre de prendre toutes les mesures nécessaires au respect des exigences légales et réglementaires telles qu'explicitées par la présente circulaire.

La nature des informations minimales nécessaires à l'investisseur et les devoirs de l'OPC et du *nominee* y afférents sont précisés ci-après.

1. Accès par l'investisseur à l'information émanant de l'OPC

En vue de garantir une correcte information des investisseurs, il est essentiel que les investisseurs puissent avoir accès à l'ensemble des documents émis par l'OPC (prospectus, rapports périodiques, documents sociétaires préalables à la tenue d'une assemblée générale). L'OPC, dont les parts sont (partiellement) commercialisées à l'intervention d'un *nominee*, s'assurera que les documents mis à la disposition des et/ou transmis aux investisseurs puissent également être obtenus de la même façon par les investisseurs détenant leurs titres par l'entremise d'un *nominee*.

Pour garantir l'effectivité de cet accès à l'information, l'OPC veillera tout d'abord à recevoir les engagements contractuels nécessaires de la part du *nominee* et s'assurera de leurs respects. L'OPC veillera également à ce que le *nominee* mette en place une procédure permettant de garantir que les documents transmis aux investisseurs dans le cadre d'une détention directe soient également transmis aux investisseurs détenant leurs titres par l'entremise d'un *nominee*.

2. Informations relatives au rôle du *nominee* et aux conséquences en cas d'insolvabilité

a) Rôle du *nominee* et modalités d'intervention

- Le premier élément sur lequel il importe qu'une information soit fournie à l'investisseur concerne l'identification du *nominee* et le rôle précis qui lui sera assigné. Sa tâche doit être concrètement décrite afin de permettre à l'investisseur d'apprécier la valeur ajoutée que peut apporter l'intervention du *nominee*. A cette fin, le coût lié à cette intervention constitue également un élément de l'information dont l'investisseur doit disposer.
- La mise en place d'une structure de détention faisant intervenir un *nominee* au sens décrit ci-dessus est susceptible de recourir à des mécanismes juridiques différents.

Deux hypothèses susceptibles d'être mises en œuvre doivent être ainsi distinguées : il s'agit d'une part, du recours à des institutions juridiques de droit étranger dont il appartient à l'OPC de vérifier si, sous l'angle du droit international privé, elles peuvent être reconnues en Belgique, et d'autre part, du recours à des institutions juridiques existant en droit belge dont il appartient également à l'OPC d'évaluer la portée et les effets.

Les choix en cette matière constituent dès lors un point d'attention dans le chef de l'OPC à qui il revient d'en tirer les conséquences sous l'angle de l'information à fournir à l'investisseur.

L'information donnée précisera ainsi le mécanisme juridique sur lequel repose l'intervention du *nominee* ainsi que les conséquences qui en découlent en ce qui concerne la reconnaissance éventuelle ou non de droits de l'investisseur directement exerçables à l'égard de l'émetteur (OPC).

COMMISSION BANCAIRE, FINANCIÈRE ET DES ASSURANCES

- Il importe également que soient définis les droits et obligations respectifs des différents intervenants que sont l'OPC, le *nominee* et l'investisseur.
- Une attention toute particulière doit également être portée en ce qui concerne les modalités d'exercice du droit de vote. Par le biais du prospectus ou de l'annexe belge, l'investisseur doit ainsi pouvoir identifier s'il est en mesure d'exercer lui-même son droit de vote à l'égard de l'OPC ou si le droit de vote s'exerce par l'entremise du *nominee*, ainsi que les modalités d'exercice de ce droit.

b) Conséquences d'une procédure d'insolvabilité ouverte à l'encontre du *nominee*

Il est essentiel que l'information mise à la disposition de l'investisseur identifie très clairement, d'une manière compréhensible et dans un langage simple, les conséquences liées à une procédure d'insolvabilité ouverte à l'encontre du *nominee*.

Les conséquences d'une procédure d'insolvabilité ouverte à l'encontre du *nominee* sont, en effet, essentielles compte tenu de ce que les droits de l'investisseur se résumeront à une position sur le *nominee* dont le risque d'insolvabilité doit dès lors être analysé par rapport à la figure juridique utilisée.

Sans que le recours à un mécanisme juridique particulier ne soit imposé, il est important que l'OPC examine l'impact de la structure mise en place, notamment en ce qui concerne les droits de l'investisseur, en particulier en vue de le mettre à l'abri d'une défaillance du *nominee*.

Ce dernier aspect devrait conduire à ce que le mécanisme juridique retenu et ses conséquences en termes de protection des investisseurs, soient clairement identifiés et précisés à l'investisseur. Sans qu'elles ne soient limitatives, on peut ainsi penser aux alternatives suivantes :

- *Option d'un intermédiaire dont la relation avec les investisseurs bénéficie de la protection de l'arrêté royal n° 62 ou d'une protection similaire prévue par un droit étranger*

Indépendamment du choix de la figure juridique sur laquelle se fonde l'intervention d'un *nominee*, une protection des investisseurs est susceptible de découler de l'arrêté royal n° 62 relatif au dépôt d'instruments financiers fongibles et à la liquidation d'opérations sur ces instruments aux conditions d'application de cet arrêté.

En contrepartie de la position globale que le *nominee* va détenir concernant l'organisme de placement collectif, les investisseurs vont, chacun, détenir une position individuelle à l'égard du *nominee*. Cette relation « investisseur-*nominee* » se traduira nécessairement par l'enregistrement de titres dans les livres du *nominee* au nom des investisseurs.

Dans la mesure où le *nominee* a la qualité d'un affilié d'un dépositaire central au sens de l'arrêté royal n° 62 précité, la nature des droits découlant de l'inscription de titres en compte en régime de fongibilité consiste en un droit de copropriété de nature incorporelle

COMMISSION BANCAIRE, FINANCIÈRE ET DES ASSURANCES

sur l'universalité des titres de même nature déposés¹ auprès de cet affilié. Au titulaire de ce droit réel de copropriété, l'arrêté royal n° 62 confère un droit de revendication qui le met ainsi à l'abri du risque d'insolvabilité de son teneur de compte.

A l'instar de l'arrêté royal n° 62, le droit matériel de certains Etats confère une protection similaire en prévoyant l'existence d'un droit réel (*proprietary right*) découlant de l'entrée d'instruments financiers en compte et non un simple droit de créance. Il en va ainsi, par exemple, des articles 6 et 7 de la loi luxembourgeoise du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles².

A cet égard, il est essentiel que l'information permette à l'investisseur d'identifier si la législation nationale régissant son dépôt de titres auprès du *nominee* lui confère une protection lui permettant de recouvrer ses avoirs en cas de défaillance de son intermédiaire. Il importe sur ce point que l'investisseur soit également assuré de l'application de cette loi dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité affectant ledit intermédiaire. L'information permettant une telle identification concerne donc à la fois la détermination de la législation applicable ainsi que les aspects de droit matériel de cette législation et ce, dans un contexte d'insolvabilité.

Dans l'état actuel de la réglementation internationale, la seule certitude en ce qui concerne la détermination de la loi applicable régissant la nature des droits de l'investisseur et leur exercice (essentiellement sur la question de savoir s'il peut recouvrer ses titres en cas de procédure d'insolvabilité affectant son intermédiaire) réside dans la directive 2001/24/CE³ dont l'article 24 se réfère à la législation de l'Etat de localisation du compte dans lequel sont enregistrés les droits sur les titres.

Ainsi, à défaut pour le *nominee* d'avoir la qualité d'un établissement de crédit relevant du droit d'un Etat membre de l'Espace économique européen, il se recommande que l'information fournie à l'investisseur repose sur une opinion juridique indépendante lui permettant d'identifier le risque juridique encouru en ce qui concerne l'application d'une autre législation que celle lui offrant, à la suite de sa convention de compte, la possibilité de recouvrer ses avoirs.

- *Le recours à la figure d'un trust consenti à un intermédiaire*

Lorsque la figure juridique sur laquelle l'intervention du *nominee* est construite consiste dans celle d'un *trust* régi par un droit étranger, la question du risque de l'investisseur se pose différemment.

Si dans les pays anglo-saxon, les avoirs en *trust* sont soustraits à la masse en cas de faillite du *trustee* (puisque'ils sont distincts de son patrimoine personnel), dans les pays de droit civil, la réponse est moins claire : sauf à assimiler ces avoirs à des comptes-tiers, le risque

¹ C.-à-d. un dépôt 'physique' ou résultant d'un transfert scriptural.

² *Mémorial*, 31 août 2001, p. 2180 ; Ces dispositions prévoient une action en revendication malgré la détention de titres selon un régime de fongibilité qui, selon le droit commun, devrait normalement conduire au transfert de la propriété des titres au dépositaire.

³ Directive européenne 2001/24/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, *J.O.C.E.* n°L 125 du 5 mai 2001, p. 15.

COMMISSION BANCAIRE, FINANCIÈRE ET DES ASSURANCES

n'est, en effet, pas exclu qu'ils soient considérés comme faisant partie de la masse en cas de faillite du *trustee*.

En cas de recours à une telle figure juridique, il y a donc lieu d'effectuer une distinction entre d'une part, les intermédiaires susceptibles d'être régis par un droit des procédures d'insolvabilité (*lex concursus*) qui reconnaît la figure du *trust* et la ségrégation qui en découle entre les avoirs propres du *trustee* et ceux détenus en *trust* et d'autre part, ceux susceptibles d'être régis par un droit des procédures d'insolvabilité qui refuse cette ségrégation et englobe les avoirs en *trust* dans la masse du *trustee*⁴. Le recours à la figure d'un *trust* nécessite donc de déterminer quelle juridiction est susceptible d'ouvrir une procédure d'insolvabilité à l'encontre du *trustee* et dans quelle mesure la législation (*lex concursus*) qui sera appliquée englobe ou non les avoirs en *trust* dans la masse du *trustee* défaillant.

Il importe donc que l'investisseur bénéficie d'une information sur ces aspects aux fins de mesurer les risques juridiques encourus. Il se recommande que l'information appréhende les divers aspects inhérents à l'incertitude du traitement des avoirs en *trust* en cas de procédure d'insolvabilité. Cette incertitude découle tout d'abord de la possibilité que des procédures d'insolvabilité puissent survenir dans différents Etats. Même lorsque cette première difficulté se trouve résolue, l'incertitude découle encore de ce qu'il faut encore déterminer si la (ou les) *lex concursus* ainsi identifiée(s) sont ou non favorable(s) au *trust* : les effets du *trust* sont-ils admis par l'exclusion des avoirs en *trust* de la masse du *trustee* ?

- *Soit de manière subsidiaire (voire cumulative), afin notamment de remédier à l'incertitude du traitement des avoirs en trust en cas de procédure d'insolvabilité, l'option d'un intermédiaire (Special Purpose Vehicle) dont la seule activité serait celle de nommée, en vue d'éviter la naissance dans son chef de dettes découlant d'une autre activité.*

Il se peut qu'en vue de garantir les droits des investisseurs, une solution fondée sur le *trust* soit cumulée avec une solution pragmatique consistant à isoler l'activité du *nommée* au sein d'une entité dont la seule activité est celle d'intermédiaire entre des investisseurs et un ou plusieurs OPC. Sans que cela ne permette de faire l'impasse sur l'information visée au point b) ci-dessus, il s'indique que l'information fournie sur ce point précise clairement qu'une telle solution se veut pragmatique et ne garantit pas une certitude absolue sur le plan juridique. L'évaluation du risque de défaillance devrait alors être rendue possible par une information précise notamment des charges d'exploitation supportées par un tel véhicule assurant exclusivement le rôle de *nommée*.

⁴ Pour rappel, la détermination de la *lex concursus* applicable découle, au niveau communautaire, du Règlement 1346/2000 pour les entités qui ne relèvent pas du secteur financier, des directives 2001/17/CE et 2001/24/CE pour les entreprises d'assurance et les établissements de crédit. Pour les autres situations, il y a lieu de se référer au droit international privé des Etats concernés (Etats du siège statutaire, du siège réel ou encore du lieu d'implantation d'éventuelles succursales).

D. Incidence de la législation régissant les titres émis par l'OPC

Il se peut que la législation régissant l'émission des titres de l'OPC fasse naître une difficulté particulière dans la mesure où elle sanctionnerait ceux qui se présentant comme propriétaires de titres qui ne leur appartiennent pas, auront pris part au vote dans une assemblée générale.

Il en était ainsi, en droit belge, sous l'empire des articles 349, 389 et 651 du Code des sociétés (dispositions issues de l'ancien article 200 LCSC) avant la modification - partielle⁵ - survenue par l'article 32 de la loi du 14 décembre 2005 portant suppression des titres au porteur⁶.

Le recours à un *nominee* nécessite qu'il soit procédé à un examen des éventuelles dispositions - s'appliquant au titre de *lex societatis* - de nature à poser problème dans l'exercice des missions du *nominee*.

Veillez agréer, Madame, Monsieur, l'expression de mes salutations distinguées.

Le Président,

Jean-Paul SERVAIS

⁵ Sur cet aspect, la loi du 14 décembre 2005 ne procède à l'abrogation que du seul article 651, 1° et 2° C. soc. qui est applicable aux S.A. Les régimes concernant la SPRL et la SCA n'ont pas été abrogés.

⁶ *M.B.*, 6 fév. 2006, p. 6.111. *Voy. Doc. Parl.*, Ch. Repr., sess. 2004-2005, n° 1974/001, p. 23.