

# BELGISCHE SENAAAT    SENAT DE BELGIQUE

ZITTING 1955-1956

SESSION DE 1955-1956

VERGADERING VAN 27 JULI 1956

SEANCE DU 27 JUIN 1956

Verslag van de Commissie van Financiën, belast met het onderzoek van het wetsontwerp betreffende de gemeenschappelijke beleggingsfondsen en tot wijziging van het wetboek der zegelrechten en het wetboek der met het zegel gelijkgestelde taxes.

Rapport de la Commission des Finances chargée d'examiner le projet de loi relatif aux fonds communs de placement et modifiant le code des droits de timbre et le code des taxes assimilées au timbre.

Aanwezig : de hh. Pierre DE SMET, Voorzitter ; E. ADAM, BRIOT, Baron de DORLODOT, DE MAERE, DOUTREPONT, HARMEGNIES, JANSSEN, LACROIX, LEEMANS, MOLTER, PARMENTIER, VAN LAEYS, van LOENHOUT, VREVEN, WIARD en VAN HOUTTE, Verslaggever.

MEVROUWEN, MIJNE HEREN,

De democratisering van het kapitaalbezit is een van de meest typische verschijnselen van onze tijd.

Beleggingsmogelijkheden zijn er tegenwoordig bij de vleet voor het overgespaarde kapitaal, dat hoe langer hoe meer uiteenvalt in talloze kleinere en zelfs zeer kleine vermogens.

Het verslag van de Algemene Spaar- en Lijfrentekas over het jaar 1954 bevat hieromtrent kostbare gegevens (1). Het netto gespaarde bedrag, d.w.z. na aftrek van hetgeen voor aflossing bestemd is, belooft, voor 1954, 54,3 milliard frank. Hoewel het grootste gedeelte van het spaargeld van particulieren belegd wordt in gebouwen en hypotheaire verrichtingen (16,1 milliard frank in 1954), en hoewel een toenemend gedeelte van het gespaarde geld aangewend wordt voor pensioenfondsen en verzekeringen (8,3 milliard frank in 1954), genieten de effectenbeleggingen de gunst van een uiterst

MESDAMES, MESSIEURS,

La démocratisation de l'épargne est l'un des phénomènes les plus caractéristiques de notre temps.

Les placements les plus divers s'offrent à l'épargne, aujourd'hui de plus en plus fractionnée et d'innombrables patrimoines, le plus souvent modestes, voire très petits.

Le rapport de la Caisse générale d'Epargne et de Retraite pour l'année 1954 fournit à cet égard de précieuses indications (1). L'épargne nette, c'est-à-dire déduction faite des sommes affectées à l'amortissement, représente, pour l'année 1954 : 54,3 milliards de francs. Si les placements immobiliers absorbent, dans la construction et dans les opérations hypothécaires, la fraction la plus importante des épargnes individuelles (16,1 milliards de francs en 1954) et si, d'autre part, une fraction croissante de l'épargne est affectée aux fonds de pension et aux assurances (8,3 milliards de francs

(1) Zie met name tabel 36 (blz. 70) van de Aanvullende studiën bij het Verslag, Brussel, 1955.

R.A 5151

Zie :

Gedr. St. van de Senaat :

162 (Zitting 1955-1956) : Wetsontwerp.

(1) Voir notamment le tableau 36 (page 70) des Etudes complémentaires au Rapport. Bruxelles, 1955.

R.A 5151

Voir :

Document du Sénat :

162 (Session de 1955-1956) : Projet de loi.

groot publiek. Zij bedroegen in 1954 nl. alles samen zowat 14,3 milliard frank.

De toeneming van het aantal spaarders, en inzonderheid van het aantal bezitters van effecten was reeds aan het licht getreden bij de aangifte van de effecten ingevolge de besluiten van 6 October 1944. Toen werden circa 1.000.000 aangegeven effecten van particulieren en circa 300.000 van banken voor rekening van hun klanten geteld.

Alles laat veronderstellen dat het aantal effectenbezitters sinds 1944 nog is toegenomen.

Doch aan effectenbelegging is natuurlijk een zeker risico verbonden. Het is voor de kleine spaarder vaak moeilijk, om niet te zeggen ondoenlijk, om de huidige waarde, en a fortiori de toekomstmogelijkheden van de maatschappij waarvan hij een aandeel koopt, nauwkeurig af te meten. De beursnoteringen gaan weleens plots de hoogte in en de belangstelling wordt soms getrokken door het waardepapier van bepaalde ondernemingen, hetzij ter wille van hetgeen er geproduceerd wordt, hetzij om de ligging van het bedrijf, hetzij om beide redenen samen. Bij beleggingen met vast inkomen, als overheidseffecten en obligatiën, kan de spaarder de volle koopkracht van zijn kapitaal alleen dan bewaren indien de muntstabiliteit volstrekt gewaarborgd is. Jammer genoeg was zulks de laatste veertig jaren niet het geval.

De eerste voorwaarde voor een oordeelkundige effectenbelegging is dus de risicospreiding; sommige waarden hebben het voordeel van een vaste rente, andere de mogelijkheid van een koersstijging, zodat door het gelijktijdige bezit van waardepapieren van beiderlei type, de waarborg wordt verkregen dat het kapitaal een vaste koopkracht zal behouden en een voldoende beloning zal ontvangen.

Doch zoals de memorie van toelichting bij het voorgelegde wetsontwerp zegt, « zijn voor de particulieren de mogelijkheden tot portefeuillediversifiëring beperkt ».

Differentiëring is inderdaad bij een individuele belegging slechts mogelijk indien men beschikt, eensdeels over genoeg kapitaal om een voldoende verscheidenheid van effecten aan te kopen, waarvan sommige reeds, per eenheid, een betrekkelijk groot bedrag vertegenwoordigen, anderdeels over de nodige bevoegdheid en tijd om al die verschillende effecten te overzien en op het beste ogenblik de voordeligste beslissingen te nemen.

Het ligt voor de hand dat slechts zeer weinigen aan deze eisen voldoen. Het is dan ook niet te verwonderen dat in de landen die sociaal het verst

en 1954), les placements mobiliers n'en jouissent pas moins de la faveur d'un public extrêmement nombreux. Ils totalisent, en effet, quelque 14,3 milliards de francs en 1954.

Le fractionnement de l'épargne, et spécialement de l'épargne mobilière, était déjà apparu à l'occasion de la déclaration des titres, prescrite par les arrêtés du 6 octobre 1944. On a relevé, en effet, environ 1.000.000 de déclarations de titres émanant de particuliers et environ 300.000 émanant de banques, pour compte de leurs clients.

Il y a tout lieu de supposer que cette dispersion de l'épargne mobilière n'a fait que s'accroître depuis 1944.

Or, les placements mobiliers comportent évidemment certains risques. Il est souvent difficile, voire impossible, au petit épargnant de mesurer exactement la valeur actuelle et, à fortiori, les perspectives d'avenir de la société dont il acquiert une action. La bourse a connu des périodes d'emballement et l'intérêt du public se porte parfois trop exclusivement vers les valeurs de certaines entreprises, soit à cause de la nature de leur production, soit à cause de la situation géographique de leurs installations, soit pour l'une et l'autre cause à la fois. Quant aux placements à revenu fixe, fonds d'Etat et obligations, ils ne permettent à l'épargnant de conserver intégralement son capital, en pouvoir d'achat, que si la stabilité monétaire est absolument garantie. Ce ne fut, hélas, pas le cas durant les quarante dernières années.

La condition première d'un placement judicieux en valeurs mobilières est donc la diversification des risques, certaines valeurs présentant l'avantage d'un intérêt stable, d'autres contenant des possibilités de plus-value, la possession simultanée de valeurs de l'un et l'autre type assurant à l'épargnant la garantie d'un capital au pouvoir d'achat constant et suffisamment rémunéré.

Mais, comme le fait remarquer l'exposé des motifs du projet de loi soumis à vos délibérations, les possibilités de diversification du portefeuille des particuliers sont limitées.

La diversification n'est, en effet, possible pour un investisseur individuel que s'il dispose : d'une part, de capitaux suffisamment importants pour pouvoir acquérir une variété suffisante de titres, dont certains représentent déjà, à l'unité, une somme relativement élevée, d'autre part, de la compétence et du temps nécessaires pour surveiller ce portefeuille diversifié et effectuer, au meilleur moment, les arbitrages les plus avantageux.

Il est évident que ces conditions ne sont réunies que par un très petit nombre de personnes. Aussi, n'est-il pas étonnant que l'on ait recherché, deve-

vooruit zijn, rechtsvormen werden gezocht, ontwikkeld en verbeterd, om door samenvoeging van de spaargelden van zeer vele kleinere kapitaalbezitters, aan dezen de voordelen van een bevoegd beheer en van een gespreid risico te verschaffen, die tot dusver alleen de bezitters van betrekkelijk belangrijke vermogens genoten.

De eerste stelsels van collectieve belegging zijn ontstaan in de Angelsaksische landen. In die landen kwamen trouwens de *investment companies* en *investment trusts* met uiteenlopende vormen en benamingen het eerst tot bloei en kenden zij de hoogste vlucht.

Dat de *investment trust* in de Angelsaksische landen tot stand is gekomen, vindt zijn verklaring allereerst in het feit dat Engeland sinds het midden van de XIX<sup>e</sup> eeuw en, dichterbij ons, de Verenigde Staten van Amerika, aanzienlijke kapitalen uitvoeren en dat het, om de kleine spaarders van die landen belangstelling in te boezemen voor buitenlandse beleggingen, nodig leek het risico te beperken door het te spreiden. Aldus werd — om maar één voorbeeld te noemen — in 1868 de *Foreign and Colonial Government Investment Trust* opgericht, waarvan het bezit, dat vertegenwoordigd was door ter inschrijving aangeboden effecten, uitsluitend bestond uit een keuze van door buitenlandse of koloniale regeringen uitgegeven en doorlopend op de Stock Exchange te Londen verhandelde waarden.

Anderzijds worden de collectieve beleggingen buitengewoon vergemakkelijkt door een overeenkomst naar Angelsaksisch recht. Wij bedoelen de *trust*, die men ongeveer kan omschrijven als een overeenkomst waarbij één of meer personen het beheer en de beschikking over hun gehele vermogen of een deel daarvan toevertrouwen aan een andere die, mits hij geregeld rekening en verantwoording aflegt, schijnbaar eigenaar van het hem toevertrouwde vermogen is (*to trust* : vertrouwen, toevertrouwen).

De vormen van collectieve belegging hebben zich ook in andere landen als Nederland en Zwitserland ontwikkeld. In Frankrijk is de rechtspositie van de beleggingsmaatschappijen vastgesteld bij verordening van 2 November 1945, aangevuld met een reeks decreten van Juni 1952. Het is vrij opmerkenswaardig dat de belangrijkste maatschappij, de *Société nationale d'Investissements*, in 1949 werd opgericht door de Franse Staat zelf en dat haar patrimonium hoofdzakelijk bestond uit de aandelen die ter voldoening van de nationale solidariteitsbelasting werden afgegeven.

Aangezien het hier behandelde ontwerp nog geen wettelijke regeling van de beleggingsfondsen inhoudt, achten wij het overbodig in dit verslag uiteen te zetten aan welke regeling deze fondsen

loppé et perfectionné, dans les pays socialement les plus évolués, des formules juridiques permettant, en groupant les épargnes d'un très grand nombre de petits capitalistes, de leur assurer les avantages (jusqu'alors réservés aux possesseurs de patrimoines relativement importants) résultant d'une gestion compétente et du risque diversifié.

C'est dans les pays anglo-saxons que l'on rencontre les premiers systèmes d'investissement collectif. C'est dans ces pays, d'ailleurs, que les *investment companies* et *investment trusts*, de formes et de dénominations diverses, ont connu le plus rapide et le plus grand développement.

L'origine anglo-saxonne de l'*investment trust* s'explique, tout d'abord, par le fait que l'Angleterre, depuis le milieu du XIX<sup>me</sup> siècle et, plus récemment, les Etats-Unis d'Amérique, sont d'importants exportateurs de capitaux, et qu'il apparut indispensable, pour intéresser la petite épargne de ces pays aux investissements étrangers, de réduire les risques en les diversifiant. C'est ainsi — pour ne citer qu'un exemple — que fut fondé, en 1868, le *Foreign and Colonial Government Investment Trust* dont l'avoir, en représentation duquel des titres étaient offerts en souscription, se composait exclusivement d'une sélection de valeurs émises par des gouvernements étrangers ou coloniaux et couramment traitées au Stock Exchange de Londres.

D'autre part, un contrat du droit anglo-saxon facilite singulièrement l'investissement collectif. C'est le *trust*, que l'on peut définir approximativement comme une convention par laquelle une ou plusieurs personnes confient la gestion et la disposition de tout ou partie de leur patrimoine à une autre qui, sous condition de fournir régulièrement des comptes, détient la propriété apparente des avoirs lui confiés (*to trust* : avoir confiance, confier).

Les formules d'investissement collectif se sont également développées dans d'autres pays, notamment aux Pays-Bas et en Suisse. En France, les sociétés d'investissement ont reçu leur statut par l'ordonnance du 2 novembre 1945, complétée par une série de décrets de juin 1952. Il est assez remarquable que la plus importante de ces sociétés, la *Société nationale d'Investissements*, fut créée, en 1949, par l'Etat français lui-même, et que les titres remis en paiement de l'impôt de solidarité nationale constituaient l'essentiel du patrimoine de la société.

Le projet que nous examinons n'établissant pas encore le statut légal des fonds d'investissements, il nous paraît inutile d'exposer dans ce rapport la réglementation à laquelle sont soumis ces fonds

in het buitenland zijn onderworpen. Er bestaan trouwens heel wat studiën daaromtrent (1). Wij achten het evenwel gewenst om enkele essentiële begrippen te bepalen vooraleer wij overgaan tot een nader onderzoek van het ontwerp.

Er zijn thans twee juridisch zeer verschillende vormen, die toch beide het gemeenschappelijk beheer van individuele spaargelden mogelijk maken.

De eerste vorm is de *investment trust* (of juister gezegd de *investment company*) van het zogenaamde *statutaire* type.

De structuur er van is practisch dezelfde als van een vennootschap op aandelen (eventueel met veranderlijk kapitaal, zo de wet dit veroorlooft). De aandeelhouders brengen hun gelden bij de vennootschap in en krijgen, ter vertegenwoordiging van hun inbreng, aandelen, die over het algemeen op de Beurs genoteerd worden. Het gemeenschappelijke vermogen is juridisch de eigendom van de vennootschap, die aandelen, obligatiën en andere roerende waarden koopt en verkoopt, hetzij van onverschillig welk type, hetzij van het in de statuten aangewezen type, om aldus het maatschappelijk bezit zo goed mogelijk te beleggen. De raad van beheer is volledig verantwoordelijk voor het beheer.

De andere vorm is die van de *investment fund* of eigenlijke *investment trust* van het *contractuele* type.

Hierbij treden twee partijen op : de belegger en de zaakwaarnemer, en ook vaak een derde : een *trustee* die, zoals wij zullen zien, de rol van borg speelt.

Tussen de belegger en de zaakwaarnemer komt ofwel, zoals in de Angelsaksische landen, de trust-overeenkomst tot stand, die wij hierboven in het kort hebben ontleed, ofwel, zoals in de landen van continentaal recht, een overeenkomst die bestaat uit elementen van het mandaat en uit elementen van de bewaargeving. De belegger vertrouwt zijn bezit toe aan de zaakwaarnemer, die hij, zoals in de onregelmatige bewaargeving, machtigt tot het beheren er van, samen met andere gelden die hem, onder dezelfde voorwaarden, toevertrouwd worden door andere beleggers, als een onverdeelde massa van roerende waarden waarvan de samenstelling, vaak van dag tot dag, zal veranderen ; dit beheer geschiedt zo voordelig mogelijk voor alle beleggers samen en ieder van hen in het bijzonder, zodat zij niet alleen vennoten, maar ook onverdeelde medeëigenaars, lastgevers en bewaargevers zijn.

à l'étranger. De nombreuses études y ont d'ailleurs été consacrées (1). Nous croyons cependant opportun, avant d'entamer l'analyse du projet, de définir quelques notions essentielles.

Il existe actuellement deux formules, juridiquement très différentes, mais qui permettent également la gestion commune d'épargnes mobilières individuelles.

La première est l'*investment trust* (ou, plus exactement l'*investment company*) du type dit *statutaire*.

La structure en est pratiquement celle d'une société par actions (éventuellement à capital variable, quand la loi le permet). Les actionnaires apportent leurs fonds à la société et reçoivent, en représentation de leurs apports, des actions, généralement cotées en bourse. Le patrimoine commun est juridiquement propriété de la société, qui achète et vend actions, obligations et autres valeurs mobilières, soit de type quelconque, soit du type précisé dans les statuts, de manière à réaliser le meilleur placement de l'avoir social. Le conseil d'administration supporte entièrement la responsabilité de la gestion.

L'autre formule est celle de l'*investment fund* ou *investment trust* proprement dit, de type *contractuel*.

Elle fait intervenir deux parties : l'investisseur et le gérant, auxquelles s'ajoute le plus souvent une troisième : un *trustee* jouant, comme on le verra, le rôle d'une caution.

Entre l'investisseur et le gérant se noue soit, dans les pays anglo-saxons, le contrat de trust, sommairement analysé plus haut, soit, dans les pays de droit continental, un contrat qui combine des éléments empruntés au mandat et des éléments empruntés au dépôt. L'investisseur confie des avoirs au gérant et donne à celui-ci, comme dans le dépôt irrégulier, le pouvoir de les gérer, avec les avoirs qui lui seraient confiés, dans les mêmes conditions, par d'autres investisseurs, comme une masse indivise de valeurs mobilières dont la composition variera, souvent d'un jour à l'autre, au mieux de tous et chacun des investisseurs qui sont ainsi, non des associés, mais des copropriétaires indivis, mandants et déposants.

(1) Wij verwijzen in het bijzonder naar de recente studie van de h. Raymond LARCIER, *Introduction aux Fonds de Placement*, Brussel, Librairie encyclopédique, 1953.

(1) Nous signalons, en particulier, l'étude récente de M. Raymond LARCIER, *Introduction aux Fonds de Placement*, Bruxelles, Librairie Encyclopédique, 1953.

De zaakwaarnemer kan een natuurlijk of rechtspersoon zijn, in het laatste geval een maatschappij, uitsluitend opgericht om roerend bezit te beheren.

In de regel treedt bij het contract een derde partij op, *trustee* geheten (feitelijk een depositobank), die zich hoofdelijk verantwoordelijk stelt voor de zaakwaarnemer tegenover de beleggers en zich belast met de bewaring van de titels van de onverdeelde eigendom.

De beleggers ontvangen certificaten als bewijs van hun rechten op de onverdeelde massa, ondertekend door de zaakwaarnemer en medeondertekend door de *trustee*. Die certificaten zijn verhandelbaar. Vele worden op een effectenbeurs genoteerd.

Terwijl in de *investment company* van het statutaire type het aandeel van de belegger in het maatschappelijk vermogen vanzelfsprekend overeenstemt met het aantal van zijn acties, is het recht van de belegger op het onverdeeld vermogen uitgedrukt in fracties (*units*) van het onverdeelde bezit.

Wanneer de trust *closed end*, d.i. gesloten is, zoals de *investment company* van het statutaire type met vast kapitaal, is het kapitaal en het aantal aandelen vast en schommelt de waarde van deze niet alleen volgens de waarde van het maatschappelijk bezit, maar ook volgens vraag en aanbod. Het schijnt dat de effecten van sommige Engelse beleggingsmaatschappijen van dit type vaak zeer moeilijk te verkrijgen zijn (1).

Wanneer de trust *open end*, d.i. open is, zoals de meeste *investment funds* van het contractuele type en de *investment companies* van het statutaire type maar met veranderlijk kapitaal, is de toestand geheel anders. Bij de oprichting van de maatschappij krijgen de deelnemende beleggers een bepaald aantal eenheden, van b.v. 5 pond, 10 dollar, enz..., welke een fractie van de beginwaarde van het onverdeelde vermogen of, in de fondsen van het statutaire type, van het maatschappelijk vermogen vertegenwoordigen. De waarde van de eenheid verandert van dag tot dag, volgens de waarde der effecten waaruit het onverdeelde vermogen elke dag bestaat. Doch principieel oefent de toetreding van nieuwe deelnemers of, omgekeerd, de gehele of gedeeltelijke uittreding van sommigen, geen invloed op de waarde van de eenheid. Immers, bij nieuwe toetredingen of verhoging van deelnemingen worden nieuwe eenheden gecreëerd, die volgens de dagwaarde worden betaald, terwijl bij gehele of gedeeltelijke uittreding uit de onverdeeldheid een aantal eenheden tegen de dagwaarde in effecten of in speciën worden terugbetaald. Verder zij nog vermeld dat men te doen heeft met een

Le gérant peut être soit une personne physique soit une personne morale, c'est-à-dire une société constituée pour le seul objet de gérer des patrimoines mobiliers.

Généralement intervient au contrat une troisième partie, qualifiée *trustee* (en fait, une banque de dépôt) qui se porte caution solidaire du gérant envers les investisseurs et se charge de la garde des titres de l'indivision.

Il est remis aux investisseurs des certificats attestant leurs droits dans la masse indivise, signés du gérant et contresignés par le *trustee*. Les certificats sont négociables. Beaucoup sont cotés à une bourse des valeurs.

Tandis que dans l'*investment company* de type statutaire, la part de l'investisseur dans l'avoir social correspond évidemment au nombre de ses actions, le droit de l'investisseur dans l'indivision est exprimé en fractions (*units*) du patrimoine indivis.

Si le trust est *closed end*, c'est-à-dire fermé (comme l'est l'*investment company* de type statutaire à capital fixe), le capital et le nombre de parts sont fixes et la valeur de celles-ci varie, non seulement selon la valeur du patrimoine de la société, mais selon l'offre et la demande. On signale que les titres de certaines compagnies anglaises d'investissement de ce type sont souvent très difficiles à acquérir (1).

Si le trust est *open end*, c'est-à-dire ouvert (comme le sont, en général, les *investment funds* de type contractuel et les *investment companies* de type statutaire, mais à capital variable), la situation est sensiblement différente. A la constitution du fonds, il est attribué aux participants-investisseurs un certain nombre d'unités, par exemple de 5 livres, de 10 dollars, etc..., exprimant une fraction de la valeur initiale du patrimoine indivis (ou, dans les fonds du type statutaire, du patrimoine social). La valeur de l'unité varie chaque jour, selon la valeur des titres composant chaque jour ce patrimoine. Mais la valeur de l'unité ne varie pas, en principe, selon l'adhésion de nouveaux participants au fonds ou, au contraire, le retrait total ou partiel de certains. En effet, de nouvelles adhésions (ou l'augmentation de certaines participations) entraînent la création d'unités nouvelles, payées selon la valeur du jour, tandis que les sorties d'indivision totales ou partielles se traduisent par le remboursement (en titres ou en espèces) d'un certain nombre d'unités, selon la valeur du jour. Signalons encore qu'un fonds d'investissement est dit *fixe* quand il se compose d'un certain nombre d'unités,

(1) LARCIER, *op. cit.*, blz. 32.

(1) LARCIER, *op. cit.*, p. 32.

*fixed trust*, wanneer het vermogen bestaat uit een aantal eenheden, waarvan elk (eventueel verdeeld in ondereenheden) een groep effecten vertegenwoordigt, die volgens de bepalingen van het contract zijn gekozen en waarvan de samenstelling ongewijzigd blijft. Creatie van een nieuwe eenheid veronderstelt dus aankoop, voor rekening van de trust, van een nieuwe groep effecten van de voorgeschreven samenstelling. Bij de *flexible trust* daarentegen kunnen de beheerders (in een *investment company* van het statutaire type) of de zaakwaarnemer (in een trust van het contractuele type) te allen tijde verscheidene effecten kiezen — wel te verstaan binnen de bij de overeenkomst gestelde perken — en delen op geregelde tijden de samenstelling en de indeling van de portefeuille aan de beleggers mede.

Dit zijn de meest gebruikelijke begrippen inzake trusts of beleggingsmaatschappijen. Daarnaast bestaat er een oneindig aantal varianten en bijzondere typen, doch zoals wij hierboven hebben aangetoond, is het niet nodig hierover uit te weiden.

\*\*

Welke middelen biedt het Belgisch recht thans om, ten gunste van de spaarder die over een betrekkelijk gering vermogen in roerende waarden beschikt, het tweeledig doel te bereiken dat in de aanhef van dit verslag is vooropgezet: bevoegd beheer en risicospreiding?

Sommige formules — het is goed daaraan te herinneren — hebben een gedeeltelijke oplossing voor dit probleem gebracht:

a) Eerst de *administratiekantoren* van het Nederlandse type en andere formules van dezelfde trant, die het publiek in staat stellen certificaten aan toonder te kopen, welke geheel of gedeeltelijk een aandeel op naam vertegenwoordigen of eenvoudig een coupure van een papier aan toonder, dat te duur is om geredelijk door het publiek gekocht te worden.

Zo kunnen « kleine luiden » bepaalde effecten kopen, doch de risicospreiding en het toezicht op de portefeuille zijn niet verzekerd.

b) *Opdrachten*, van veranderlijke omvang, waardoor een individuele belegger een effectenmakelaar of bankier gelast zijn portefeuille zo goed mogelijk te beheren, met bevoegdheid om te kopen en te verkopen, hierbij hoofdzakelijk lettend, al naar de instructies van de opdrachtgever, hetzij op het rendement en de veiligheid van de belegging, hetzij op de vermogensaanwas, enz...

Hierdoor wordt de portefeuillecontrole, en, zulks des te meer naarmate de samenstelling van de portefeuille gedifferentieerd is, ook de risicospreiding mogelijk. Deze formule is natuurlijk

chacune d'elle (éventuellement subdivisée en sous-unités) représentant un bloc de titres sélectionnés, selon les termes du contrat, et de composition fixe. La création d'une nouvelle unité suppose donc l'acquisition, pour compte du fonds, d'un bloc nouveau de titres de la composition imposée. Le fonds est, au contraire, *flexible*, quand les administrateurs (s'il s'agit d'une *investment company* du type statutaire) et le gérant (s'il s'agit d'un fonds de type contractuel) sont autorisés à choisir à tout moment des titres divers — et ce, bien entendu, dans les limites arrêtées par la convention — et communiquent périodiquement aux investisseurs la composition et la répartition du portefeuille.

Ces notions sont les plus usuelles dans la matière des trusts ou fonds d'investissement. Il existe encore une infinité de variantes et de types particuliers, mais il n'est pas nécessaire — nous nous en sommes justifiés tantôt — de nous y attarder.

\*\*

Quels moyens offre actuellement le droit belge pour réaliser, en faveur de l'épargnant disposant d'un patrimoine relativement modeste en valeurs mobilières, le double objectif que nous avons signalé au début de ce rapport: gestion compétente et risque diversifié?

Certaines formules — il est bon de le rappeler — ont apporté au problème des solutions partielles:

a) Ce sont d'abord les *administratiekantoren*, du type néerlandais, et les formules analogues, qui permettent de répandre dans le public des certificats au porteur représentant, pour le tout ou pour une fraction, une action nominative, ou simplement une fraction d'un titre au porteur d'une valeur trop élevée pour être facilement acquis par le public.

Ces formules « popularisent » certaines valeurs, sans assurer toutefois la répartition des risques ni la surveillance du portefeuille.

b) *Mandats*, d'étendue variable, par lesquels un investisseur individuel charge un agent de change ou banquier de gérer au mieux son portefeuille, avec pouvoir de vendre et d'acheter, en recherchant principalement, selon les instructions du mandant, soit le rendement et la sécurité du placement, soit des plus-values de capital, etc...

Cette formule réalise la surveillance du portefeuille et, dans une mesure d'autant plus large que la composition du portefeuille est plus variée, la diversification des risques. Elle n'est, il va de soi,

alleen bruikbaar voor beleggers met betrekkelijk grote middelen.

Feitelijk bestaan er slechts twee mogelijkheden voor collectieve belegging van kleinere vermogens :

a) De eerste, die vrijwel overeenkomt met de *statutory investment trust* naar Angelsaksisch recht, is de oprichting van een naamloze vennootschap die zich ten doel stelt een zo uitgebreid en zo gedifferentieerd mogelijke effecten-portefeuille met het oog op een evenwichtige belegging aan te kopen en te beheren. In zulk een vennootschap zal de aandeelhouder, mits hij enkele voorzorgsmaatregelen neemt, wat zeer goed doenlijk is, een waardepapier bezitten dat, inzake stabiliteit van de opbrengst en behoud van de koopkracht, evenveel waarborgen biedt als een belangenaandeel in een beleggingsmaatschappij.

Deze formule — die wegens de onveranderlijkheid van het kapitaal van een naamloze vennootschap, alleen de oprichting van een *closed end* (of gesloten) beleggingsmaatschappij mogelijk maakt — is in België jammer genoeg onbruikbaar om twee redenen van fiscale aard :

1. De waardevermeerderingen, ook al komen zij slechts tot uiting in de rekeningen van de maatschappij die juridisch de eigenares is van de portefeuille (behoudens, binnen de perken van de herwaarderingscoëfficiënten, voor waardepapier dat sinds meer dan vijf jaar vóór de tegeldemaking aanwezig is, art. 8 van de wet van 8 Maart 1951), zijn belastbaar, terwijl de *capital gains* vrij uitgaan, voor zover betreft individuele, niet professionele beleggers (art. 27, § 1, van de Samengeschaalde wetten betreffende de inkomstenbelastingen).

2. Van de inkomsten die aan bedrijfsbelasting onderworpen zijn ten aanzien van de maatschappij welke de portefeuille onder zich houdt, mogen de op die portefeuille genoten dividenden slechts afgetrokken worden, indien de maatschappij « de goederen welke bewuste inkomsten opbrengen, in eigendom heeft gehad gedurende gans het tijdperk in de loop waarvan deze inkomsten werden geïnd » (art. 52, § 3, lid 1, van voornoemde Samengeschaalde Wetten). Deze voorwaarde van « blijvend inkomen », die niet zeer hinderlijk is voor *holdings*, welke ter controle effecten van andere maatschappijen onder zich houden, kan natuurlijk niet vervuld worden door een beleggingsmaatschappij, die te allen tijde zonder fiscale belemmeringen tot tegeldemaking moet kunnen overgaan, wanneer het goede beheer van haar portefeuille het vereist.

De memorie van toelichting acht eveneens de oprichting van gemeenschappelijke beleggingsmaatschappijen in de vorm van handelsvennootschappen om praktische redenen onwaarschijnlijk (blz. 6 en 7).

b) Aldus kwamen de laatste tien jaren in ons land enkele gemeenschappelijke beleggings-

accessible qu'à l'investisseur disposant de moyens relativement importants.

En fait, il n'existe que deux moyens de réaliser l'investissement collectif d'épargnes mobilières moyennes et petites :

a) Le premier, qui correspond à peu près au *statutory investment trust* du droit anglo-saxon, serait la constitution d'une société anonyme dont l'objet serait l'acquisition, en vue d'un placement équilibré, et la gestion d'un portefeuille, aussi étendu et varié que possible, de valeurs mobilières. L'actionnaire, dans une telle société, pourrait, moyennant quelques précautions parfaitement possibles, détenir une valeur offrant autant de garanties de stabilité de revenu et de conservation du pouvoir d'achat du capital que la part d'intérêt dans un fonds d'investissement.

Cette formule — qui ne permettrait, vu la fixité du capital de la société anonyme, de ne créer qu'une société d'investissement du type *closed end* (ou fermé) — est malheureusement impraticable en Belgique pour deux raisons d'ordre fiscal :

1. Les plus-values, même simplement exprimées dans les comptes de la société juridiquement propriétaire du portefeuille (sauf, dans la mesure des coefficients de revalorisation, s'il s'agit de valeurs détenues depuis plus de 5 ans à la date de leur réalisation, art. 8 de la loi du 8 mars 1951) sont taxables, alors que les *capital gains* ne le sont pas dans le chef de l'investisseur individuel, non professionnel (art. 27, § 1<sup>er</sup>, des Lois coordonnées relatives aux impôts sur les revenus).

2. La déduction, du revenu imposable à la taxe professionnelle dans le chef de la société détentrice du portefeuille, des dividendes perçus sur celui-ci, n'est autorisée que si la société « a eu la propriété des biens productifs de ces revenus pendant toute la durée de l'exercice social au cours duquel les dits revenus ont été encaissés » (art. 52, § 3, al. 1<sup>er</sup>, des Lois coordonnées précitées). Cette condition de « permanence du revenu », guère gênante pour les *holdings* qui détiennent des titres d'autres sociétés dans un but de contrôle, ne peut évidemment être remplie par une société d'investissement qui doit pouvoir procéder à tout moment, sans entraves d'ordre fiscal, aux réalisations que commande une bonne gestion de son portefeuille.

L'exposé des motifs du projet estime également improbable, pour des raisons d'ordre pratique, la création de fonds communs de placement belges sous la forme de société commerciale (pp. 6 et 7).

b) C'est ainsi que, dans le courant des dix dernières années, quelques fonds communs de pla-

maatschappijen van het *contractuele* type tot stand. Deze zijn, zoals reeds gezegd is, gebouwd op een combinatie van deposito- en opdrachtcontracten in de betrekkingen tussen de beleggers en de zaakwaarnemer, en voorzien in de hoofdelijke borgstelling van een *trustee*-bankier, aan wie de bewaring van de collectieve portefeuille is toevertrouwd.

Deze *gemeenschappelijke beleggingsfondsen* worden in artikel 1, lid 1, van het ontwerp omschreven als « onverdeelde hoeveelheden roerende waarden beheerd of geadministreerd in om het even welke vorm voor rekening van eigenaren in het onverdeelde ».

Deze fondsen kunnen volgens de memorie van toelichting *closed end* of *open end*, *fixed* of *flexible* of van een tussentype zijn (blz. 8).

In feite zijn de enkele Belgische beleggingsfondsen die op dit ogenblik bestaan, van het *contractuele*, *open end* en *flexible* type.

Wij staan hier dus voor instellingen die uit de praktijk zijn gegroeid en waarvoor gebruik is gemaakt van de rechtsvormen die overeenkomstig het Belgisch burgerlijk en handelsrecht ter beschikking staan.

Het schijnt trouwens dat de Belgische gemeenschappelijke beleggingsfondsen — waarvan er feitelijk nog niet veel bestaan (naar gezegd wordt slechts 5, waarvan 3 door dezelfde maatschappij worden beheerd) — zonder moeilijkheden functionneren overeenkomstig het gemeen recht. Gezien de vermoedelijke ontwikkeling van dit soort van collectieve belegging, is het echter redelijk een volledige speciale regeling van de gemeenschappelijke beleggingsfondsen te overwegen.

Dit is trouwens ook de wens van het « Nationaal Comité voor de ontwikkeling van de beleggingen in effecten », een particuliere vereniging onder het voorzitterschap van de voormalige Minister van Financiën, Max-Léo Gérard, en sinds diens overlijden, van de heer Janssen, Minister van Staat. Dit Comité had zelfs aan de Regering een voorontwerp van wettelijke regeling van de beleggingsfondsen ingezonden.

De Regering heeft het vraagstuk voorgelegd aan een studiegroep van deskundigen uit de openbare en de particuliere sector.

Deze studiegroep achtte het nog te vroeg — en de Regering is het hiermede eens — om voor de Belgische gemeenschappelijke beleggingsfondsen, zoals deze in artikel 1, lid 1, van het ontwerp worden bepaald, een bijzondere wettelijke regeling in te voeren. Weliswaar zal zulk een regeling noodzakelijk worden en de Regering ziet de inwerkingtreding tegen uiterlijk 31 December 1961 te gemoet, doch tot zolang zal het experiment van de enkele beleggingsfondsen die in het kader van het ge-

cement du type *contractuel* ont été constitués en Belgique. Ils sont construits, de la manière déjà exposée plus haut, sur une combinaison des contrats de dépôt et de mandat, dans les rapports entre les investisseurs et le gérant, et prévoient la caution solidaire d'un banquier *trustee* à qui est confiée, d'autre part, la garde du portefeuille collectif.

Ce sont ces *fonds communs* de placement que l'article 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, du projet définit comme des « masses indivises de valeurs mobilières gérées ou administrées, sous quelque forme que ce soit, pour le compte de propriétaires indivis. »

Ces fonds, peuvent, comme le souligne l'exposé des motifs, être du type *closed end* ou *open end*, *fixe* ou *flexible*, ou d'un type intermédiaire (p. 8).

En fait, les quelques fonds de placement belges qui fonctionnent à l'heure actuelle sont de type *contractuel*, *open end* et *flexible*.

Nous nous trouvons donc en face de créations nées de la pratique, dont les auteurs ont utilisé les formes juridiques que le droit civil et le droit commercial belge mettent actuellement à leur disposition.

Il semble, d'ailleurs, que les fonds communs de placement belges — à la vérité encore peu nombreux (on n'en signale que cinq, dont trois sont gérés par la même société), — fonctionnent sans difficulté sous l'empire du droit commun. Eu égard au développement probable de cette formule d'investissement collectif, il est cependant raisonnable d'envisager un statut spécial complet du fonds commun de placement.

C'est le vœu qu'avait exprimé le « Comité national pour le développement de l'épargne mobilière », association privée, présidée par l'ancien Ministre des Finances Max-Léo Gérard et, depuis le décès de celui-ci, par M. le Ministre d'Etat Janssen. Ce Comité avait même transmis au Gouvernement un avant-projet de statut légal des fonds de placement.

Le Gouvernement soumit l'examen du problème à un groupe d'étude composé de techniciens du secteur public et du secteur privé.

Ce groupe d'étude, aux avis duquel s'est rallié le Gouvernement, estime qu'il était prématuré d'imposer, dès aujourd'hui, un statut légal particulier aux fonds communs de placement belges, tels que le définit l'article 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, du projet. Certes, pareil statut deviendra sans doute nécessaire et le Gouvernement prévoit son entrée en vigueur, au plus tard, pour le 31 décembre 1961. D'ici là, cependant, l'expérience que constitue le fonctionnement de quelques fonds de placement,

meen recht bestaan, kunnen doorgaan, zodat het tegen 1961 allicht mogelijk zal zijn te antwoorden op een reeks van fundamentele vragen, zoals bijvoorbeeld of de collectieve belegging moet worden bevorderd in *statutaire* dan wel in *contractuele* vorm, of in beide vormen tegelijk? Of de verantwoordelijkheid van de zaakwaarnemers, de controle van de deelnemers op het beheer, enz..., nader moet worden omschreven? Ongeacht het besluit dat het Parlement over vijf jaar met betrekking tot de wenselijkheid van een bijzondere wettelijke regeling voor de collectieve beleggingen zal nemen en afgezien van de inhoud van deze regeling, heeft men het onontbeerlijk geoordeeld nu reeds twee maatregelen te nemen, nl.:

1. de Belgische gemeenschappelijke beleggingsfondsen onder controle van de Bankcommissie brengen;

2. de fiscale regeling voor deze fondsen vaststellen.

Deze twee maatregelen zijn neergelegd in het u aangeboden wetsontwerp.

De Bankcommissie is bij koninklijk besluit n° 185 van 9 Juli 1935 belast met de controle van de banken en het toezicht op de openbare emissies van effecten van vennootschappen. Zij is een van de instellingen waaraan de wetgever de bescherming van de spaarders heeft opgedragen en het schijnt nogal vanzelf te spreken dat zij toezicht oefent op instellingen die, zoals wij in de aanhef van dit verslag hebben geschreven, juist ten doel hebben aan de spaarders de mogelijkheid van een meer gedifferentieerde belegging in effecten te bieden.

Voorzeker hebben de stichters van de thans bestaande Belgische beleggingsfondsen niet nage laten, de Bankcommissie op de hoogte te brengen van hun plannen en van de organisatie van hun fondsen. Wij moeten evenwel toegeven dat zij daartoe niet wettelijk gehouden waren, daar de Commissie alleen de openbare uitgifte van effecten van vennootschappen controleert en een certificaat van een gemeenschappelijk beleggingsfonds noch een aandeel, noch een obligatie is, maar een bewijs van onverdeelde medeëigendom. Niemand zal echter betwisten dat het aanbeveling verdient, de Bankcommissie uitdrukkelijk bevoegd te verklaren, om controle te oefenen op een vorm van collectieve belegging waarvan — zoals de memorie van toelichting zegt (blz. 5) — minder kieskeurige personen dan de beheerders der thans bestaande fondsen bij gebreke van bindende teksten, gebruik zouden kunnen maken tot voor het spaarwezen schadelijke doeinden.

Daarnaast is vaststelling van de fiscale regeling

sous le régime de droit commun, pourra être continuée et elle permettra sans doute de prendre position, d'ici 1961, sur une série de questions fondamentales, par exemple : faut-il promouvoir l'investissement collectif, sous forme *statutaire* ou sous forme *contractuelle*, ou sous l'une et l'autre forme à la fois? Faut-il préciser la responsabilité des gérants, le contrôle de la gestion par les participants du fonds, etc., etc... Mais, sans préjuger de la décision que le Parlement prendra d'ici cinq ans, quant à l'opportunité d'un régime légal particulier pour l'investissement collectif, ni du contenu de ce régime, il a paru indispensable de prendre dès à présent deux mesures :

1. soumettre les fonds communs de placement belges au contrôle de la Commission bancaire ;

2. fixer le régime fiscal de ces fonds.

Ces mesures font l'objet du projet de loi soumis à vos délibérations.

La Commission bancaire a été chargée par l'arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935 du contrôle des banques et de la surveillance des émissions publiques de titres de sociétés. Elle est l'un des organismes à qui le législateur a confié la protection de l'épargne, et il semble aller de soi qu'elle surveille le fonctionnement d'organismes dont le but est précisément, comme nous l'avons écrit dans l'introduction de ce rapport, d'offrir aux épargnants la possibilité d'effectuer un placement diversifié en valeurs mobilières.

Certes, les fondateurs des fonds de placement belges existant actuellement n'ont pas manqué d'informer la Commission bancaire de leurs projets et de l'organisation de leurs fonds. Mais il faut bien constater qu'ils n'y étaient pas légalement tenus, puisque la Commission ne contrôle que les émissions publiques de titres de sociétés, et que le certificat émis par un fonds commun de placement n'est ni une action, ni une obligation, mais la preuve d'un droit de copropriété indivise. Nul ne contestera cependant l'opportunité de conférer expressément à la Commission bancaire le *droit* d'exercer son contrôle sur une forme d'investissement collectif dont — l'exposé des motifs le signale (p. 5) — des personnes moins scrupuleuses que les dirigeants des fonds actuellement existants pourraient, en l'absence de textes impératifs, se servir dans un but préjudiciable à l'épargne.

D'autre part, la fixation du régime fiscal des

voor de Belgische gemeenschappelijke beleggingsfondsen al even noodzakelijk voor hun normale ontwikkeling. Ook hier beperkt het ontwerp zich er toe — behalve op enkele punten, die verder zullen worden onderzocht — het belastingstelsel van de onverdeelde fondsen zonder professioneel karakter van toepassing te verklaren op de beleggingsfondsen. Het spreekt echter vanzelf dat de wettelijke bekrachtiging van een nauwkeurige fiscale regeling onmisbaar is voor de normale ontwikkeling van deze nieuwe methode van collectieve belegging.

\*\*

Uw Commissie heeft het ontwerp grondig onderzocht.

Ter inleiding van de *algemene beraadslaging* herinnerde de Minister aan de wordingsgeschiedenis van het wetsontwerp en wees hij op het beperkte en voorlopige karakter alsmede op de noodzakelijkheid ervan. Wij hebben hierboven de redenen aangegeven die inderdaad pleiten voor een overgangsregeling van eenvoudige controle op de beleggingsfondsen door de Bankcommissie, in afwachting dat de ervaring in 1961 zal hebben geleerd welke rechtspositie het beste past voor de collectieve effectenbelegging.

Een lid verklaart dat hij niets heeft tegen het principe van het gemeenschappelijk beleggingsfonds — en vooral niet tegen het denkbeeld van een vijfjarige proefperiode onder controle van de Bankcommissie —, doch dat zijn voorkeur beslist gaat naar het statutaire type als formule van collectieve effectenbelegging.

Dit lid gelooft dat een gemeenschappelijk beleggingsfonds van het contractuele type niet alleen vrij hoge administratiekosten met zich medebrengt (alleen al omdat én de beheerder, én de *trustee* bezoldigd moeten worden), maar dat het zelfs geen doelmatig werk kan verrichten, daar het, op het eerste verzoek en in om het even welke omstandigheden, verplicht is, de aandelen af te kopen, waarvan de belegger zich wil ontdoen. De beleggingsmaatschappij van het statutaire type, aldus hetzelfde commissielid, kan in geval van hausse verkopen en in geval van baisse kopen, reserves aanleggen uit de vermogensaanwas, zich zowel voor waarden met enge markt interesseren als voor effecten met grote beursomloop, omdat de samenstelling van het maatschappelijk kapitaal niet beïnvloed wordt door de schommelingen in vraag en aanbod van aandelen der beleggingsmaatschappij. Naar zijn mening biedt de *investment trust* van het contractuele type deze voordelen niet.

fonds communs de placement belges est, elle aussi, indispensable à leur développement normal. Ici encore le projet se borne — sauf en quelques points, qui seront examinés plus loin — à confirmer l'application aux fonds d'investissement du régime fiscal des indivisions à caractère non professionnel. Mais il va de soi que la consécration par la loi d'un statut fiscal précis est indispensable au développement normal de cette méthode nouvelle d'investissement collectif.

\*\*

Votre Commission s'est livrée à un examen approfondi du projet.

Ouvrant la *discussion générale*, le Ministre a rappelé l'historique du projet de loi et souligné son caractère limité et provisoire ainsi que sa nécessité. Nous avons reproduit plus haut les raisons pour lesquelles se recommande, en effet, un régime transitoire de simple contrôle des fonds d'investissement par la Commission bancaire, en attendant que l'expérience ait enseigné, d'ici 1961, quel statut juridique convient le mieux à l'investissement collectif en valeurs mobilières.

Un membre, qui n'élève cependant pas de critique contre le principe du fonds commun de placement — ni surtout contre l'idée d'une période d'essai de cinq années, sous le contrôle de la Commission bancaire —, exprime sa préférence très nette pour le type statutaire comme formule d'investissement mobilier collectif.

Il croit que le fonds commun de placement de type contractuel entraîne non seulement des frais de fonctionnement assez élevés (ne fût-ce que par la nécessité de rémunérer à la fois le gérant et le *trustee*), mais ne peut même opérer rationnellement, tenu comme il l'est de racheter, à première demande et en n'importe quelles circonstances, les parts dont l'investisseur voudrait se débarrasser. La société d'investissement du type statutaire, dit-il, peut vendre en période de hausse et acheter en période de baisse, constituer des réserves au moyen de plus-values du capital, s'intéresser à des valeurs du marché étroit aussi bien qu'à des titres de grande circulation boursière, parce que la consistance du patrimoine social n'est pas influencée par les mouvements d'offre et de demande des actions de la société d'investissement. Ces avantages, croit-il, ne se rencontrent pas dans l'*investment trust* de type contractuel.

Hem wordt geantwoord dat de Senaat, aangezien het ontwerp nog geen wettelijke regeling van de collectieve effectenbelegging inhoudt, vooralsnog niet te kiezen heeft voor een van beide typen, hetzij de statutaire of de contractuele *investment trust*. De Commissie is trouwens van oordeel dat de toekomstige wet eventueel de vrije ontwikkeling van beide formules mogelijk zou moeten maken. Er wordt overigens aan herinnerd dat alleen fiscale hinderpalen de naamloze vennootschappen van belegging in de weg staan. De Minister van Financiën kan zich niet verbinden, om de artikelen 27, § 1, en 52, § 2, lid 3, van de wetten op de inkomstenbelastingen zodanig aan te passen dat de beleggingsmaatschappij van het statutaire type in stand kan worden gehouden. Maar dit betekent geenszins dat men er de voordelen niet van erkent.

Anderdeels schijnt het wel enigszins overdreven de beheersing van de beursconjunctuur door de statutaire *investment company* en de grotere gevoeligheid van de beleggingsmaatschappij van het contractuele type tegenover elkaar te stellen. Zo ook is het gevaar van een toeneming van de beursbewegingen ingevolge de massale verrichtingen waartoe de beleggingsmaatschappijen wegens afkoop van participaties moeten overgaan, niet zo groot als sommigen wel beweren.

Nooit hebben de — goed beheerde — Amerikaanse, Engelse of Zwitserse *open end* of soortgelijke trusts moeilijkheden ondervonden als gevolg van de schommelingen in de beursnoteringen, zelfs niet tijdens de crisis van 1929.

Vele onder hen beweren dat zij nooit meer aandelen hebben moeten uitbetalen dan er uitgegeven werden. Dit is gemakkelijk te verklaren. Ten eerste omdat de aandelen van beleggingsmaatschappijen minder aan schommelingen onderhevig zijn dan de effecten in het algemeen en aldus een waarborg bieden in een periode van dalende conjunctuur, vervolgens omdat het publiek dat zich tot de beleggingsmaatschappijen richt, op een zeer gering percentage na bestaat uit niet-speculanten, die niet reageren op de beurschommelingen op korte termijn.

Zeker is er, theoretisch, een werkelijk risico dat de beleggingsmaatschappijen verplicht worden in tijden van koersdaling massa's acties te verkopen om massale terugbetalingen te kunnen doen, doch men kan zeggen dat het probleem voor de zaakwaarnemers van beleggingsmaatschappijen ongeveer hetzelfde is als voor de banken in geval van geldopvraging. In feite is dit een kwestie van beheer, de noodzaak steeds een voldoende dekking in liquide middelen en in gemakkelijk te gelde te maken effecten in stand te houden.

Bovendien beschikken de zaakwaarnemers van de maatschappij, zelfs in geval van massale terug-

Il lui est répondu que le projet n'établissant pas encore le statut de l'investissement mobilier collectif, il n'appartient pas en ce moment au Sénat d'opter pour l'un ou l'autre type, statutaire ou contractuel, d'*investment trust*. Le sentiment de la Commission est d'ailleurs que la loi future devrait éventuellement permettre le libre développement de l'une et l'autre formule. Il est d'ailleurs rappelé que ce sont uniquement des obstacles fiscaux qui empêchent aujourd'hui le fonctionnement de sociétés anonymes d'investissement. Le Ministre des Finances ne peut prendre l'engagement d'aménager les articles 27, § 1<sup>er</sup>, et 52, § 3, alinéa 3, des lois coordonnées relatives aux impôts sur les revenus dans un sens qui rendrait viable la société d'investissement du type statutaire. Mais cela ne signifie nullement que l'on n'en reconnaisse pas les avantages.

Il semble d'autre part, qu'il y ait quelque exagération à opposer la domination de la conjoncture boursière par l'*investment company* statutaire à la sensibilité plus grande du fonds d'investissement de type contractuel. De même, le danger d'une amplification des mouvements boursiers par suite d'opérations massives imposées aux fonds d'investissement par le rachat de participations, n'est pas aussi grand que certains le prétendent.

A aucun moment, les trusts de type *open end* ou assimilés américains, anglais ou suisses, décemment gérés, n'ont connu de difficultés par suite des fluctuations boursières, même au moment de la crise de 1929.

Nombre d'entre eux déclarent ne jamais avoir eu plus de parts à rembourser que de parts émises. Cela s'explique aisément. D'abord parce que les parts de fonds de placement fluctuent moins que les marchés en général et offrent ainsi une garantie en période de baisse, ensuite parce que le public qui s'adresse aux fonds de placement, à l'exception d'un très faible pourcentage, est un public non spéculateur qui ne réagit pas aux fluctuations à court terme du marché boursier.

Certes, le risque de voir les fonds de placement obligés de vendre des volumes importants d'actions pour faire face à des remboursements massifs en période de baisse boursière est théoriquement réel, mais on peut dire que, pour les gérants de fonds de placement, le problème est semblable à celui des retraits dans l'organisation bancaire. C'est en fait un problème de gestion, la nécessité d'entretenir une couverture suffisante de liquidités et de valeurs aisément réalisables.

De plus, au cas même où des remboursements massifs interviendraient, les gérants du fonds dis-

betalingen, over uitgebreide mogelijkheden van tegeldemaking, niet alleen op hun gemakkelijk te gelde te maken bezit, doch eveneens op hun portefeuille in zijn geheel.

Bij een van de grootste Engelse trusts werd in Mei 1940 door een pensioenfonds ongeveer één vierde van het totaal bedrag van de trust teruggevraagd. Hij kon hieraan binnen enkele uren voldoen door op de willigste beurzen de gemakkelijkst te gelde te maken effecten te verkopen en wegens de grote spreiding van de beleggingen welke bij grotere trusts steeds wordt toegepast, wordt een dergelijke verrichting op de markt practisch niet gevoeld.

Ten slotte vertegenwoordigen de beleggingsfondsen, in landen waar zij de grootste ontwikkeling bereikt hebben, niet meer dan 3 pct. van de totale kapitalisatie van al de ter beurze genoteerde effecten, en de vereffening, zelfs van een aanzienlijk gedeelte van het tegoed kan dus geen werkelijke invloed hebben op de markt. Integendeel: de ervaring heeft geleerd dat de zaakwaarnemers van de fondsen er op uit zijn om profijt te trekken van de marktschommelingen om te verkopen als de noteringen het hoogst zijn en te kopen in perioden van daling. Meer nog, het is gebleken dat, wanneer de koersen dalen, het publiek zich het sterkst aangetrokken voelt tot de beleggingsmaatschappijen. Bij dalende conjunctuur kopen de mensen liever direct op de beurs, wat ontegensprekelijk meer voordeel oplevert.

Een ander lid wijst er op dat het rendement van de participatiebewijzen van Belgische beleggingsmaatschappijen vrij gering is en dat de koers van uitgifte of van inkoop van die effecten in de loop van de laatste jaren minder is gestegen dan het algemeen beursindexcijfer.

Hierop wordt geantwoord dat dit juist aan toont dat die maatschappijen er vrij goed in geslaagd zijn, om, ten bate van de kleine beleggers in de maatschappij, de lagere opbrengst van effecten die meer waarborgen bieden voor kapitaal aanwas te compenseren door de hogere intrest van effecten die een vast nominaal kapitaal vertegenwoordigen. Het vernoemde geval van een beleggingsmaatschappij die gespecialiseerd is in Belgische en Congolese effecten en waarvan het participatiebewijs op 18 Januari 1956 153 pct. gold van de waarde op 3 October 1949, kwam uw Commissie volkomen normaal voor, want terwijl het algemeen beursindexcijfer tussen die twee tijdstippen gestegen was van 100 tot 178,8, steeg het indexcijfer van de geünificeerde schuld tussen dezelfde tijdstippen van 100 tot 108.

Een derde lid vreesde dat de bedrijvigheid van de effectenmakelaars zou kunnen afnemen inge-

posent de mogelijkheden de realisatie étendues, non seulement sur leurs avoirs aisément réalisables, mais également sur l'ensemble de leur portefeuille.

Un des principaux trusts anglais a eu, en mai 1940, une demande de remboursement provenant d'un fonds de pension, qui représentait un quart du montant total du fonds. Il a pu faire face à cette demande endéans quelques heures par la vente sur les marchés les plus larges des titres les plus aisément réalisables, et la grande répartition des placements que réalise un fonds un peu important, rend une telle opération pratiquement imperceptible dans le marché.

Enfin, dans les pays où les fonds de placement sont les plus développés, ils ne représentent guère plus de 3 p. c. de la capitalisation totale de toutes les valeurs introduites en bourse et une liquidation d'une partie même substantielle du fonds ne peut donc pas avoir d'influence réelle sur le marché. Bien au contraire, l'expérience a montré que les gérants des fonds avaient tendance à tirer profit des fluctuations du marché pour réaliser aux cours élevés et acheter en périodes de baisse. Plus encore, il s'est avéré que ces dernières marquaient les moments où le public s'intéresse le plus sérieusement aux fonds de placement. Dans les phases haussières, il préfère participer directement au marché, qui réserve incontestablement des bénéfices plus importants.

Un autre membre signale que le rendement des certificats des fonds de placement belges est assez faible, et que l'augmentation de la valeur d'émission ou de rachat de ces titres a été, au cours des dernières années, inférieure à la hausse de l'indice boursier général.

Il lui est répondu que ce fait prouve précisément que ces fonds ont assez bien réussi à compenser, au bénéfice des petits investisseurs groupés dans le fonds, le revenu moins élevé des titres présentant plus de garanties de plus-value du capital, avec l'intérêt plus élevé de valeurs représentant un capital nominal fixe. Le cas cité d'un fonds spécialisé en titres belges et congolais, dont le certificat valait 153 p. c. au 18 janvier 1956 de sa valeur au 3 octobre 1949 a paru à la Commission parfaitement normal, quand on constate que, si l'index boursier général est passé, entre les mêmes dates, de 100 à 178,8, l'index de la dette unifiée est passé, entre les mêmes dates, de 100 à 108.

Un troisième membre a exprimé quelques craintes au sujet d'une réduction possible de l'acti-

volge de ontwikkeling van de effectenbelegging in de vorm van aankoop van participatiebewijzen in beleggingsmaatschappijen (buiten de beurs), in plaats van rechtstreekse aankoop van acties en obligaties. Hierop werd geantwoord dat de bewijzen van beleggingsmaatschappijen meestal gekocht zullen worden door spaarders die tegenwoordig zeer weinig beurspapier kopen en dat, anderdeels, de winstderving die de effectenmakelaars kunnen ondergaan doordat de bewijzen van de beleggingsmaatschappijen betrekkelijk weinig verhandeld zouden worden, ruimschoots gecompenseerd zal worden door de veelvuldige en belangrijke arbitrages waartoe de beleggingsmaatschappijen beslist ter beurse zullen overgaan.

\*\*

De *artikelsgewijze behandeling* gaf aanleiding tot een aantal opmerkingen.

Bij *artikel 2* gaf een lid uiting aan de vrees dat door de ontwikkeling van de beleggingsmaatschappijen, de machtige financiële instellingen nog meer invloed zullen krijgen op de Belgische economie. Hij is vooral voor beducht dat de leiders van de vennootschap die het beleggingsfonds beheert, op de algemene vergaderingen de wet zullen stellen door uitoefening van het stemrecht dat zij bezitten krachtens de aandelen van het fonds.

Er is trouwens een amendement ingediend om het eerste lid van het artikel aan te vullen als volgt :

« Is verboden elk in de reglementen van beheer voorkomend beding dat tot doel heeft de vennootschap van beheer blijvend bevoegd te verklaren om de houders van certificaten te vertegenwoordigen op de algemene vergaderingen van de vennootschappen waarvan de effecten in het fonds zijn opgenomen. »

De Commissie is eensgezind van mening dat de nodige voorzorgen moeten worden getroffen om te voorkomen dat het beleggingsfonds, een instrument van collectief sparen, onttaardt in een holding-maatschappij, als instrument van controle op andere ondernemingen. Derhalve heeft zij bovenvermeld amendement eenparig aangenomen, doch erkende dat aan de uitschakeling van het stemrecht voor sommige aandelen ook bezwaren verbonden zijn, omdat daardoor bv. in de algemene vergadering de macht verhoogd wordt van de bezitters van aandelen welke niet aan een *investment trust* toebehoren. Dit vraagstuk zal natuurlijk opnieuw onderzocht worden wanneer de definitieve regeling van de fondsen ter sprake zal komen.

tivité des agents de change à la suite du développement de l'épargne mobilière sous forme d'achat de certificats de fonds de placement (hors bourse), au lieu d'achat direct d'actions et d'obligations. En réponse à ces considérations, on a fait observer que les certificats de fonds de placement seront le plus souvent acquis par des épargnants qui n'achètent actuellement guère de valeurs de bourse et que, d'autre part, le manque à gagner qui pourrait résulter, pour les agents de change, du fait que les certificats de fonds communs de placement seraient relativement peu négociés, trouverait une large compensation dans les arbitrages fréquents et importants auxquels ne manqueront pas de procéder en bourse les fonds de placement.

\*\*

La *discussion des articles* a donné lieu à un certain nombre d'observations.

A l'*article 2*, un membre a exprimé la crainte que, par le développement des fonds communs de placement, l'influence de puissants établissements financiers sur l'économie belge se trouve encore renforcée. Il redoute spécialement que les dirigeants de la société gérant le fonds de placement, exerçant le droit de vote afférent aux actions détenues par le fonds, ne puissent faire la loi aux assemblées générales.

Un amendement a d'ailleurs été introduit, complétant le premier alinéa de l'article en ces termes :

« Est interdite toute clause incluse dans les règlements de gestion qui aurait pour but de donner pouvoir permanent à la société de gestion de représenter les porteurs de certificats aux assemblées générales des sociétés dont les titres sont incorporés dans le fonds. »

La Commission estime unanimement que toutes précautions doivent être prises pour empêcher qu'un fonds de placement, instrument d'épargne collective, dégénère en une société holding, instrument de contrôle d'entreprises par une autre. C'est pourquoi elle a adopté l'amendement ci-dessus à l'unanimité, tout en reconnaissant que la stérilisation du pouvoir de vote attaché à certaines actions offrait, elle aussi, certains inconvénients, comme, par exemple, celui de renforcer, au sein de l'assemblée générale, la puissance des détenteurs d'actions n'appartenant pas à un *investment trust*. La question sera, bien entendu, réexaminée lors de l'élaboration du statut définitif des fonds.

Het amendement heeft twee wijzigingen ondergaan.

De eerste betreft de vervanging van het woord « verboden » door het woord « nietig », waaruit de wil van de Commissie blijkt het permanent en algemeen mandaat aan de vennootschappen van beheer door de deelnemers aan het fonds verleend met het oog op hun vertegenwoordiging op de algemene vergaderingen, volstrekt nietig te verklaren. Men kan zich trouwens afvragen of een dergelijk mandaat geldig is onder het stelsel van artikel 200 van de samengeordende wetten op de handelsvennootschappen.

De tweede wijziging beperkt het verbod van een algemene en permanente vertegenwoordiging tot de deelnemers aan de algemene vergaderingen van Belgische en Congolese vennootschappen. De Commissie is immers van oordeel dat de Belgische wetgever niet te beslissen heeft over de geldigheid van een dergelijke vertegenwoordiging wanneer het gaat om de uitoefening van het stemrecht verbonden aan de effecten van vreemde vennootschappen. Het is natuurlijk de wet welke op die vennootschappen van toepassing is, die over dit punt moet oordelen.

Het spreekt vanzelf dat het speciaal mandaat, dat door een deelnemer aan een andere persoon op naam wordt gegeven, zelfs zo deze een beheerder of een bediende van de betrokken vennootschap is, volkomen geldig blijft.

Bij de artikelen 3 en 4 werden geen opmerkingen gemaakt.

Bij artikel 6 vestigde een lid de aandacht van de regering op het beroep dat onlangs door in het buitenland opgerichte beleggingsfondsen op de Belgische spaarders werd gedaan. Uw Commissie spreekt eensgezind de wens uit dat de Bankcommissie buitengewone aandacht moge verlenen aan de uitgifte van certificaten en andere effecten, door zulke fondsen aan het Belgische publiek aangeboden. Naar haar oordeel moet vooral controle worden gehouden op de kosten welke aan de intekenaar ten laste worden gebracht, buiten de intrinsieke waarde (inventariswaarde) van het certificaat of effect. Uw Commissie is getroffen door het feit dat die kosten in sommige gevallen 8,25 pct. van de inventariswaarde bedragen, en zulks des te meer daar, van die 8,25 pct. meer dan 2 pct. aan de bemiddelaars wordt toegekend. De bescherming van de spaarders eist in deze een zeer bijzondere waakzaamheid.

Op grond van de artikelen 6 en v.v. van het ontwerp kan de Bankcommissie het vereiste toezicht uitoefenen.

De artikelen 7 tot 9 worden zonder opmerkingen aangenomen.

L'amendement a subi deux modifications.

La première est le remplacement du mot « interdite » par le mot « nulle » et indique la volonté de la Commission de frapper de nullité absolue le mandat permanent et général, aux fins de représentation aux assemblées générales, donné par les participants du fonds à la société de gestion. Il est d'ailleurs permis de se demander si un tel mandat est valable sous le régime de l'article 200 des lois coordonnées sur les sociétés commerciales.

La seconde modification limite l'interdiction à la représentation générale et permanente des participants aux assemblées générales de sociétés belges et congolaises. La Commission a estimé, en effet, qu'il n'appartenait pas au législateur belge de décider si, oui ou non, une telle représentation est valable concernant l'exercice du droit de vote afférent à des titres de sociétés étrangères. C'est évidemment à la loi régissant ces sociétés qu'il appartient de décider de ce point.

Il est entendu que le mandat spécial conféré nominativement par un participant à une personne, fût-elle même un administrateur ou un employé de la société de gestion, demeure parfaitement valable.

Les articles 3 et 4 ne soulevèrent pas d'observations.

A l'article 6, un membre attira l'attention du gouvernement sur les appels faits récemment à l'épargne belge par des fonds d'investissement constitués à l'étranger. Votre Commission est unanime à souhaiter que la Commission bancaire exerce un contrôle particulièrement attentif sur l'émission des certificats et titres quelconques offerts au public belge par de tels fonds. Ce contrôle doit, à son avis, s'exercer particulièrement sur les frais portés en charge au souscripteur, en sus de la valeur intrinsèque (valeur d'inventaire) du certificat ou titre. Votre Commission a été frappée par le fait que ces frais se sont élevés, en certains cas, à 8,25 p. c. de la valeur d'inventaire, et ce d'autant plus que, de ces 8,25 p. c., plus de 2 p. c. sont attribués aux intermédiaires. La protection de l'épargne commande ici une vigilance toute spéciale.

Les articles 6 et suivants du projet permettent à la Commission bancaire d'exercer ce contrôle.

Les articles 7 à 9 sont adoptés sans observations.

*Artikel 10* bepaalt het fiscaal stelsel van de Belgische gemeenschappelijke beleggingsfondsen.

Wat de toepassing van de samengeschatte wetten op de inkomstenbelastingen betreft, deze bevestigen de reeds door de administratie gehuldigde regel, dat de gemeenschappelijke beleggingsfondsen zonder meer onverdeeld bezit uitmaken, en geen gemeenschappelijke bedrijven zijn, die als zodanig krachtens artikel 27, § 3, van de samengeschatte wetten in de bedrijfsbelasting worden aangeslagen.

Kortom, de vennootschap van beheer — die natuurlijk bedrijfsbelasting verschuldigd is op haar eigen winsten — is een orgaan dat de gezamenlijke inkomsten uit het onverdeeld bezit inzamelt en ze over alle deelnemers omslaat, in verhouding tot de participatiebewijzen die zij bezitten, na overeenkomstig artikel 20 van de samengeschatte wetten de mobiliënbelasting te hebben ingehouden. De eventuele waardevermeerdering van het gemeenschappelijk bezit dat de inventariswaarde van het certificaat verhoogt, kan niet in de bedrijfsbelasting worden aangeslagen wanneer het certificaat tot een privaat vermogen behoort dat niet belegd is in een nijverheids-, handels- of landbouwbedrijf.

De waardevermeerdering van certificaten die deel uitmaken van het kapitaal dat wel in een bedrijf belegd is, wordt overeenkomstig het gemeen recht aangeslagen zodra zij wordt te gelde gemaakt of eenvoudig in de balans tot uitdrukking komt. Dit betekent dat een bedrijf — hetzij een vennootschap of een natuurlijke persoon — nog steeds volgens het gemeen recht, de certificaten die bij het afsluiten van het boekjaar niet te gelde gemaakt zijn, in zijn balans zou moeten kunnen opnemen tegen hun aankoopwaarde.

Maar artikel 10, 3°, van het ontwerp voert een uitzonderingsregeling in wat betreft de raming van de waarde der certificaten van Belgische of buitenlandse gemeenschappelijke beleggingsfondsen, die in een nijverheids-, handels- of landbouwbedrijf zijn belegd: deze worden op het einde van het boekjaar « aangemerkt als hebbende een waarde tenminste gelijk aan hun terugbetalingswaarde vastgesteld overeenkomstig de statuten van het gemeenschappelijk beleggingsfonds ». Wij staan hier dus voor een regeling die de waardevermeerdering ambtshalve als te gelde gemaakt beschouwt, zoals volgens de belastingwet reeds geldt voor vreemde deviezen en kostbare metalen (art. 27, § 1, lid 2, van de samengeschatte wetten).

De administratie heeft deze afwijking van het gemeen recht als volgt verantwoord :

*L'article 10* fixe le régime fiscal des fonds communs de placement belges.

En ce qui concerne l'application des lois coordonnées relatives aux impôts sur les revenus, ils consacrent la règle, déjà adoptée en fait par l'administration, que les fonds communs de placement constituent de simples indivisions et non des exploitations en commun, taxables comme telles à la taxe professionnelle, en vertu de l'article 27, § 3, des lois coordonnées.

En résumé, la société de gestion — redevable, bien entendu, de la taxe professionnelle sur ses propres bénéfices — est un organisme qui collecte l'ensemble des revenus produits par le patrimoine indivis et le répartit entre tous les participants, au prorata des certificats en leur possession, après avoir, conformément à l'article 20 des lois coordonnées, retenu la taxe mobilière afférente aux dits revenus. Les plus-values éventuelles du patrimoine, qui augmentent la valeur d'inventaire du certificat ne sont pas taxables à la taxe professionnelle lorsque le certificat se trouve dans un patrimoine privé, non investi dans une exploitation industrielle, agricole ou commerciale.

Les plus-values de certificats faisant partie du capital investi dans une exploitation sont, d'après le droit commun, taxables au moment où elles sont réalisées ou simplement exprimées au bilan. Ce qui signifie qu'une exploitation — société ou personne physique — devrait, toujours suivant le droit commun, pouvoir porter à son bilan les certificats non réalisés à la clôture de l'exercice pour leur valeur d'acquisition.

Mais l'article 10, 3°, du projet crée un régime exceptionnel, en ce qui concerne l'évaluation des certificats de fonds communs de placement, belges ou étrangers, qui seraient investis dans une exploitation industrielle, commerciale ou agricole : ceux-ci seront, à la date de la clôture de l'exercice « considérés comme ayant une valeur au moins égale à leur valeur de remboursement, déterminée conformément aux statuts du fonds commun de placement ». On se trouve ainsi devant un système de plus-value considérée d'office comme réalisée, tel que la loi fiscale en prévoit déjà pour les devises étrangères et les métaux précieux (art. 27, § 1<sup>er</sup>, al. 2, des lois coordonnées).

L'administration a justifié cette dérogation au droit commun dans les termes suivants :

« Wanneer een belastingplichtige — natuurlijk of rechtspersoon — effecten te gelde maakt die in zijn bedrijf zijn belegd, dan is de eventuele waardevermeerdering die daaruit voortvloeit, belastbaar, ook wanneer met de opbrengst van de verrichting andere effecten worden gekocht.

» Om aan de belasting van deze waardevermeerdering te ontkomen kan de belastingplichtige een beleggingsfonds en een vennootschap van beheer oprichten, waarvan hij in feite de meester zal zijn, en door bemiddeling van het beleggingsfonds effecten omzetten waarvan de waardevermeerdering niet belastbaar is, aangezien het fonds niet als een belastbaar bedrijf wordt beschouwd, hoewel deze waardevermeerdering zijdelings aan de belastingplichtige ten goede komt.

» Om zulke combinaties te verhinderen bepaalt artikel 10, 3°, dat de certificaten van een gemeenschappelijk fonds die in een nijverheids-, handels- of landbouwbedrijf zijn belegd, aangemerkt worden als hebbende een waarde tenminste gelijk aan hun terugbetalingswaarde vastgesteld overeenkomstig de statuten van het gemeenschappelijk fonds.

» Deze bepaling, evenals die onder artikel 10, 4°, geldt zowel voor de certificaten van een Belgisch gemeenschappelijk fonds als voor die van een buitenlands gemeenschappelijk fonds.

» De woorden « nijverheids-, handels- of landbouwbedrijf » moeten worden verstaan in de zin die dezelfde woorden hebben in artikel 25, § 1, 1°, van de samengeschiedelde wetten betreffende de inkomstenbelastingen.

» Zijn dus o.m. bedoeld :

- 1° de nijverheids-, handels- of landbouwondernemingen die door natuurlijke personen worden geëxploiteerd ;
- 2° alle handelsvennootschappen, ongeacht hun doel ;
- 3° de verenigingen, de gemeenschappen en andere, die geen rechtspersoonlijkheid bezitten, alsmede de inrichtingen, tot stand gekomen krachtens een bijzondere wet, die wel rechtspersoonlijkheid bezitten, voor zover de bedrijvigheid van de eerste zowel als van de laatstgenoemde in het kader valt van een nijverheids-, handels- of landbouwbedrijf ;
- 4° de verenigingen zonder winstoogmerken, die zich bezighouden met nijverheids-, handels- of landbouwverrichtingen welke niet nodig zijn ter bereiking van hun maatschappelijk doel. »

Verscheidene leden hebben verklaard dat de redenering van de administratie hen niet over-

« Lorsqu'un contribuable — personne physique ou juridique — réalise des titres qui sont investis dans son exploitation, la plus-value éventuelle résultant de cette réalisation est taxable, même si le produit de l'opération est affecté à l'acquisition d'autres titres.

» Pour échapper à la taxation de ces plus-values, ce contribuable peut constituer un fonds de placement et une société de gestion dont il serait en fait le maître et effectuer, par le truchement du fonds de placement, des transactions dont la plus-value ne serait pas soumise à l'impôt, le fonds commun n'étant pas considéré comme une exploitation taxable, alors que ce contribuable serait indirectement le bénéficiaire de ces plus-values.

» Pour décourager des combinaisons de l'espèce, le 3° de l'article 10 dispose que les certificats d'un fonds commun, qui sont investis dans une exploitation industrielle, commerciale ou agricole, sont considérés comme ayant une valeur au moins égale à leur valeur de remboursement, déterminée conformément aux statuts du fonds commun.

» Cette disposition, ainsi que celle prévue au 4° de l'article 10, se rapporte tant aux certificats d'un fonds commun belge qu'à ceux d'un fonds commun étranger.

» Les termes « exploitation industrielle, commerciale ou agricole » doivent être interprétés dans le sens qui est donné à ces mêmes termes figurant à l'article 25, § 1<sup>er</sup>, 1°, des lois coordonnées relatives aux impôts sur les revenus.

» Sont donc notamment visées :

- 1° les entreprises industrielles, commerciales ou agricoles exploitées par des personnes physiques ;
- 2° toutes les sociétés commerciales, quel que soit leur objet ;
- 3° les associations, les communautés et autres, n'ayant pas la personnalité juridique, ainsi que les établissements créés en vertu d'une loi spéciale et dotés de la personnification civile, pour autant que l'activité des unes et des autres rentre dans le cadre d'une exploitation industrielle, commerciale ou agricole ;
- 4° les associations sans but lucratif qui se livrent à des opérations industrielles, commerciales ou agricoles, qui ne sont pas nécessaires pour permettre la réalisation de leur objet social. »

Plusieurs membres de la Commission ont déclaré ne pas être convaincus par le raisonnement

tuigd heeft. Zelfs indien een vennootschap of de exploitant van een individueel bedrijf er in slaagt een vennootschap van beheer te beheersen en praktisch haar beleggingen te leiden — wat door een nauwlettende controle voorkomen kan worden —, zal die vennootschap of dat bedrijf toch nooit anders dan certificaten van het beleggingsfonds bezitten en niet de waarden waaruit het bestaat. Zodat de « overheersende » vennootschap of het « overheersende » bedrijf het voordeel van de « combinaties », waarvoor de administratie beducht is, eerst zal hebben op het ogenblik van de tegeldemaking der certificaten.

Verder belet de uitzonderingsregeling ingevoerd bij art. 10, 3°, in feite de individuele bedrijven zowel als de vennootschappen de certificaten van Belgische gemeenschappelijke beleggingsfondsen te kopen.

In werkelijkheid is er geen groot kwaad te vrezen, omdat de gemeenschappelijke beleggingsfondsen juist beogen een methode van gedifferentieerde belegging aan de kleinere individuele spaarders aan de hand te doen; zij richten zich niet tot de handels- of nijverheidsbedrijven die over liquiditeiten beschikken welke elders dan in hun bedrijf belegd moeten worden, en die normaal in staat zijn hun risico's te spreiden bij een oordeelkundige effectenbelegging. Er is op gewezen dat sommige gemeenschappen, openbare instellingen, pensioenfondsen en sommige kleinere maatschappijen voor hypothecair krediet of verzekering er baat zouden bij hebben een gedeelte van hun beschikbare fondsen in beleggingsfondscertificaten te investeren. De ervaring van de Angelsaksische landen leert dat de cliënteel van de *investment trusts* grotendeels bestaat uit openbare instellingen, universiteiten, liefdadigheidsinstellingen, enz.

De Minister merkte op dat artikel 10, 3°, niet van toepassing is — zodat het gemeen recht van kracht blijft — ingeval certificaten van gemeenschappelijke beleggingsfondsen in het bezit komen van openbare instellingen, mutualiteitsverenigingen of verenigingen zonder winstoogmerken die niet in de hierboven opgenomen verklaring van de administratie zijn bedoeld. Hij verbindt zich de mogelijkheid te onderzoeken artikel 10, 3°, zo te amenderen dat het niet toepasselijk is op ondernemingen als bedoeld, hetzij in de wet van 25 Juni 1930 betreffende de controle op de levensverzekeringsondernemingen, hetzij in het koninklijk besluit van 15 December 1934 betreffende de controle op de private spaarkassen, hetzij in het koninklijk besluit van 7 Januari 1936 tot inrichting van de controle op de ondernemingen van hypothecaire leningen.

de l'administration. Ils arguèrent que, à supposer même qu'une société ou l'exploitant d'une entreprise individuelle puisse dominer une société de gestion au point de diriger pratiquement ses investissements — ce qu'un contrôle attentif permettrait sans doute d'éviter — la société ou l'exploitation « dominante » ne posséderait jamais que des certificats du fonds de placement, et non pas les valeurs composant celui-ci. Ainsi la société ou l'exploitation « dominante » ne réalisera tout de même le bénéfice des « combinaisons » que suspecte l'administration qu'au jour de la réalisation des certificats.

D'autre part, le régime d'exception introduit par l'article 10, 3°, empêche, en fait, les exploitations individuelles comme les sociétés d'acquérir des certificats de fonds commun de placement.

A la vérité, le mal n'est pas grand, puisque le but des fonds communs de placement est précisément de fournir une méthode d'investissement diversifié à des épargnants individuels, petits et moyens, et non à des entreprises commerciales ou industrielles qui, disposant de liquidités à investir ailleurs que dans leur exploitation, sont normalement capables, en divisant leur risque, d'effectuer un placement judicieux en valeurs mobilières. On a signalé cependant que certaines collectivités — établissements publics, sociétés mutualistes, fonds de pension, sociétés relativement peu importantes pratiquant le crédit hypothécaire ou l'assurance — pourraient très utilement investir une partie de leurs disponibilités en certificats de fonds de placement. L'expérience des pays anglosaxons démontre que la clientèle des *investment trusts* se compose en grande partie d'établissements publics, universités, institutions charitables, etc.

M. le Ministre fit remarquer que l'article 10, 3°, ne s'appliquerait pas — et que, par conséquent, le régime de droit commun étant maintenu — au cas où des certificats de fonds communs de placement seraient détenus par des établissements publics, des sociétés mutualistes ou des associations sans but lucratif non visées dans la déclaration, ci-dessus reproduite, de l'administration. Il s'engage d'autre part à examiner la possibilité d'amender l'article 10, 3°, de manière à ce qu'il ne s'applique pas aux entreprises visées, soit par la loi du 25 juin 1930 relative au contrôle des entreprises d'assurance sur la vie, soit à l'arrêté royal du 15 décembre 1934 relatif au contrôle des caisses d'épargne privées, soit à l'arrêté royal du 7 janvier 1936 organisant le contrôle des entreprises de prêts hypothécaires.

Onder dit voorbehoud werd het artikel eenparig aangenomen.

De artikelen 11 tot 14 gaven geen aanleiding tot bespreking.

Evenwel werd een amendement ingediend in de vorm van een artikel 13bis, luidende :

« Vóór 31 December 1961 roepen de beheerders de eigenaars in onverdeeldheid in algemene vergadering bijeen om te beraadslagen over de maatregelen die moeten genomen worden voor het verdere beheer, de eventuele verandering in naamloze vennootschap of de vereffening van het fonds. »

In de geest van de indiener moet deze tekst aan de deelgerechtigden, die het grootste belang hebben bij de goede werking van de beleggingsmaatschappij, de mogelijkheid geven om hun desiderata en eventuele kritiek te laten kennen aan de leiders van de vennootschap van beheer. De indiener wenst ook dat de deelgerechtigden vóór 1961 kunnen verlangen dat de beleggingsmaatschappij van het contractuele type veranderd wordt in een beleggingsmaatschappij van het statutaire type.

De Minister bestrijdt dit amendement. Deze bepaling, zo zegt hij, is zeker niet op haar plaats in een wet die slechts tot doel heeft de controle op de beleggingsmaatschappijen te regelen en het belastingstelsel vast te stellen, en die, einde 1961, moet worden vervangen door een wet houdende regeling van hun rechtstoestand. Die wet zal noodzakelijkerwijze als overgangsbepaling moeten voorzien in de mogelijkheid om een vennootschap van het contractuele type te veranderen in een beleggingsmaatschappij, voor zover natuurlijk alle deelgerechtigden het eens zijn om het contract van bewaargeving-mandaat te vervangen door een contract van vennootschap. De Commissie wenst eenparig dat de verplichting opgelegd zal worden, de deelgerechtigden op dat ogenblik om advies te vragen. Verder merkt een ander lid op dat de reglementen van de thans bestaande beleggingsmaatschappijen van het contractuele type — evenals natuurlijk ook die van de vennootschappen die tijdens de periode 1956-1961 opgericht zullen worden — in bepaalde gevallen raadpleging van de deelgerechtigden voorschrijven.

Evenwel valt op te merken dat, aangezien er geen enkele band van vennootschap bestaat tussen de deelgerechtigden en de zaakwaarnemer, noch tussen de deelgerechtigden onderling, men zich in de beleggingsmaatschappijen van het contractuele type moeilijk een algemene vergadering kan indenken, waarin een meerderheid al de deelgerechtigden zou kunnen verbinden. De enige waar-

C'est dans ces conditions que l'article fut adopté à l'unanimité.

Les articles 11 à 14 ne donnèrent pas lieu à discussion.

Toutefois, un amendement avait été déposé sous forme d'un article 13bis, ainsi conçu :

« Les administrateurs convoquent, avant le 31 décembre 1961, en assemblée générale, les propriétaires indivis en vue de délibérer sur les mesures à prendre pour la gestion future du fonds, sa transformation éventuelle en société anonyme ou sa mise en liquidation. »

Dans l'esprit de son auteur, ce texte devrait permettre aux participants, qui sont les principaux intéressés au bon fonctionnement du fonds de placement, de faire connaître leurs desiderata et leurs critiques éventuelles aux dirigeants de la société de gestion. L'auteur souhaite aussi que, d'ici 1961, les participants puissent marquer leur désir de voir se transformer le fonds de placement de type contractuel en une société d'investissement de type statutaire.

Cet amendement est combattu par le Ministre. La disposition, dit-il, n'est certainement pas à sa place dans une loi dont l'objet se limite au contrôle des fonds de placement et à la fixation de leur régime fiscal, et qui devra faire place, fin 1961, à une loi réglant leur statut. Cette loi ne pourra manquer de prévoir, dans les dispositions transitoires, la possibilité de transformer le fonds de type contractuel en une société d'investissement, si, bien entendu, l'unanimité des participants est d'accord pour substituer au contrat de dépôt-mandat un contrat de société. La Commission a été unanime à souhaiter qu'une consultation des participants soit rendue obligatoire à ce moment. D'autre part, un autre membre a fait remarquer que les règlements des fonds de placement de type contractuel actuellement en activité — comme, sans doute, ceux des fonds qui se constitueront durant la période 1956-1961 — prévoient, en certains cas, une consultation des participants.

Il importe cependant de remarquer que, puisqu'il n'y a aucun lien de société entre les participants et le gérant, ni entre les participants entre eux, on pourrait difficilement imaginer, dans les fonds de placement de type contractuel, une assemblée générale dans laquelle une majorité pourrait lier la totalité des participants. La vraie garantie de tous et chacun des participants est la

borg voor alle deelgerechtigden is de volstrekte liquiditeit van de maatschappij, zodat de houder van het certificaat te allen tijde uitbetaling kan eisen, met andere woorden, dat hij te allen tijde een einde kan maken aan het contract van bewaargeving-mandaat dat hem aan de zaakwaarnemer bindt.

In stemming gebracht, wordt het amendement (art. 13bis) met 4 tegen 3 stemmen bij 6 onthoudingen afgewezen.

Het ontwerp in zijn geheel zoals het door de Commissie geamendeerd werd is, op 1 onthouding na, eenparig aangenomen.

Dit verslag is eenparig goedgekeurd.

*De Verslaggever,*  
J. VAN HOUTTE.

*De Voorzitter,*  
P. DE SMET.

#### AMENDEMENT AANGENOMEN DOOR DE COMMISSIE

##### Art. 2.

Het eerste lid van dit artikel aan te vullen als volgt :

« Is nietig elk in de reglementen van beheer voorkomend beding dat tot doel heeft de vennootschap van beheer blijvend bevoegd te verklaren om de houders van certificaten te vertegenwoordigen op de algemene vergaderingen van de Belgische en Congolese vennootschappen waarvan de effecten in het fonds zijn opgenomen. »

parfaite liquidité du fonds, qui permet au titulaire du certificat de faire reprendre celui-ci à tout moment, en d'autres termes : de mettre fin à tout moment au contrat de dépôt-mandat qui le lie au gérant.

Mis aux voix, l'amendement (art. 13bis) a été repoussé par 4 voix contre 3 et 6 abstentions.

L'ensemble du projet amendé par la Commission, a été admis à l'unanimité moins 1 abstention.

Le présent rapport a été adopté à l'unanimité.

*Le Rapporteur,*  
J. VAN HOUTTE.

*Le Président,*  
P. DE SMET.

#### AMENDEMENT ADOPTE PAR LA COMMISSION

##### Art. 2.

Compléter le premier alinéa de cet article par la disposition suivante :

« Est nulle toute clause incluse dans les règlements de gestion qui aurait pour but de donner pouvoir permanent à la société de gestion de représenter les porteurs de certificats aux assemblées générales des sociétés belges et congolaises dont les titres sont incorporés dans le fonds. »