

**N° 5199<sup>1</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2003-2004

---

---

**PROJET DE LOI**

relative à la titrisation et portant modification de

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier
- la loi du ... 2003 sur le trust et les contrats fiduciaires
- la loi modifiée du 4 décembre 1967 relative à l'impôt sur le revenu
- la loi modifiée du 16 octobre 1934 concernant l'impôt sur la fortune
- la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée

\* \* \*

**AVIS DU CONSEIL D'ETAT**

(19.12.2003)

Par dépêche du 25 juillet 2003, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a saisi le Conseil d'Etat du projet de loi et du projet de règlement grand-ducal sous rubrique, élaborés par le ministre du Trésor et du Budget.

Y étaient joints les textes des projets, les exposés des motifs ainsi que le commentaire des articles du projet de loi.

Au moment de l'élaboration du présent avis, aucun avis d'une chambre professionnelle n'est parvenu au Conseil d'Etat.

\*

**CONSIDERATIONS GENERALES**

La titrisation est une technique financière qui, d'un point de vue juridique, peut être définie comme la sortie de certains actifs d'un patrimoine vers un autre, financée par l'émission de titres dont le rendement et le remboursement dépendent de l'actif sous-jacent. La titrisation s'analyse encore comme la transformation d'actifs ayant une nature juridique initiale donnée en valeurs mobilières émises par un véhicule de titrisation, ce qui modifie leur nature juridique du fait que certaines de leurs caractéristiques sont transformées. D'un point de vue économique, l'opération constitue ainsi le refinancement d'un ensemble d'actifs dans le but d'en réduire le risque couru par le titulaire.

Cette technique est utilisée depuis longtemps surtout aux Etats-Unis, où elle est connue sous le nom de „securitization“ et où initialement, elle servait notamment à la constitution de nouveaux portefeuilles de titres „synthétiques“, créés par l'isolement et la revente par des intermédiaires de créances issues des prêts hypothécaires des nombreuses entités qui, aux Etats-Unis, consentent de tels prêts. Le but consistait à transformer des valeurs illiquides en valeurs mobilières susceptibles d'être placées sur les marchés financiers.

La titrisation a ensuite trouvé son chemin dans la pratique et les législations d'autres pays et a notamment étendu son envergure quant à la diversité des actifs susceptibles d'être titrisés. Ainsi, de créances

hypothécaires à long terme, on est passé à des créances à échéances très variées, voire aux maturités extrêmes en matière de créances, à savoir les créances futures et les créances en dépassement ou même en recouvrement forcé. En effet, un segment de marché spécifique en matière de titrisation se consacre aux „junk claims“, ce qui permet aux créanciers originaires de sortir ce genre de risque de leur patrimoine en le cédant à un intermédiaire de titrisation spécialisé en la matière.

Bien au-delà de la titrisation classique de créances, les opérations modernes de titrisation peuvent également porter sur d'autres biens ou actifs.

L'exemple des „junk claims“ montre de façon pertinente que dans l'optique du cédant créancier originaire, la titrisation constitue en premier lieu une technique de gestion du risque proche de l'affacturage, la différence résidant pour le cessionnaire dans le fait qu'en matière d'affacturage, il procédera au recouvrement direct des créances, alors que dans le cadre de la titrisation, il émettra un nouveau titre représentatif d'un échantillon donné de créances qu'il replacera ensuite dans le marché.

Le niveau de risque et donc le rating des nouveaux titres émis par le véhicule de titrisation est variable: minimal lorsque les actifs sous-jacents représentent eux-mêmes un niveau de risque peu élevé, tels les créances hypothécaires, maximal lorsque les créances initiales sont au stade du recouvrement forcé, modulé pour des créances telles des prêts à la consommation ou des assemblages de créances diverses. L'avantage économique réside dans le fait que quel que soit le risque de base initial, le risque de l'actif titrisé sera généralement moindre du fait de la synthétisation, à l'instar de la pondération obtenue par le rassemblement d'actifs dans un fonds commun de placement. En tout cas, la titrisation permet d'atteindre un niveau de risque qui est exclusivement fonction de la nature des actifs sous-jacents, sans être „entaché“ par d'autres risques du même cédant.

Tout en considérant que le risque lié aux actifs sous-jacents détermine le niveau de risque de l'opération de titrisation, les opérateurs engagés dans une titrisation trouvent ainsi, en principe, tous leur avantage: le cédant dans le fait d'un transfert hors de son bilan du risque économique inhérent aux créances en question; les nouveaux investisseurs, de par le caractère ferme et définitif du transfert des créances, échappant aux risques de contestation de la part du cédant et à la faillite éventuelle de ce dernier; le cessionnaire en tant que créateur d'une nouvelle source de richesse générant des flux financiers additionnels.

Si le cédant est un établissement de crédit, la titrisation présente pour lui encore un avantage additionnel, à savoir qu'elle lui permet de réduire le volume des actifs, sans pour autant obérer la rentabilité y liée, tout en continuant de respecter le ratio de solvabilité obligatoire entre fonds propres et concours octroyés.

De surcroît, l'activité de titrisation peut être à l'origine d'un marché secondaire selon le caractère de liquidité des valeurs émises par le véhicule de titrisation, alors que les actifs sous-jacents n'atteignent souvent pas ce niveau de liquidité.

Le Luxembourg se propose ainsi de se doter d'un cadre juridique pour la titrisation à un moment qui n'est certes plus précoce, mais qui permet d'assurer une certaine maturité. Notre place financière ne récoltera pas les fruits du précurseur, mais en tirant profit des expériences vécues ailleurs dans le monde de la finance et en tentant d'en éviter les imperfections, elle pourra évoluer dans le contexte de la titrisation grâce à un nouveau cadre qui se veut équilibré et souple. Il ne faut pas non plus oublier que même en l'absence de base légale formelle, la titrisation fonctionne en pratique déjà depuis un certain moment sur la place de Luxembourg. Reste au législateur de lui fournir la structure juridique qui pourra lui permettre de se développer.

## EXAMEN DES ARTICLES

### *Intitulé*

Au troisième tiret de l'intitulé, il y a lieu d'insérer la date de la loi du 27 juillet 2003 sur le trust et les contrats fiduciaires.

### *Article 1er*

L'article 1er définit les notions de titrisation et d'organismes de titrisation. Si les définitions sont en elles-mêmes assez concises, le commentaire des articles explique en détail le champ d'application desdites notions. Si le champ d'application *ratione materiae* est ainsi délimité en se caractérisant par une grande latitude, l'étendue *ratione temporis* n'est pour autant pas très claire. En effet, le texte ne distingue pas entre des opérations et des véhicules mis en place après l'entrée en vigueur de la présente loi, et ceux qui existent déjà sur base purement contractuelle. Il n'est donc pas clair, premièrement, si les structures et opérations en cours devront nécessairement se conformer à la nouvelle loi ni, en second lieu, si dorénavant les opérations et structures de titrisation devront nécessairement se mouvoir dans le cadre de la loi ou s'il reste de la place pour des opérations purement contractuelles, à l'instar des structures de capital-risque, qui garderont le choix de se soumettre à la nouvelle loi (*doc. parl. No 5201*) ou de rester des structures libres.

Afin de ne pas influencer le cours des opérations en place dans un sens potentiellement préjudiciable ou du moins indéterminable et déjouant les prévisions contractuelles des opérateurs concernés, le Conseil d'Etat propose d'ajouter à la fin du projet sous avis une disposition transitoire énonçant que la présente loi ne s'applique pas aux opérations et aux organismes de titrisation mis en place avant son entrée en vigueur, à moins que les parties en cause n'en décident autrement par une déclaration de volonté expresse et modifient par conséquent leurs documents constitutifs afin d'inclure une disposition expresse en ce sens.

A cet effet, il suggère un article 91 nouveau libellé comme suit:

„**Art. 91.**– La présente loi ne s'applique pas aux opérations et organismes de titrisation mis en place avant son entrée en vigueur, à moins que les parties en cause n'en décident autrement par une déclaration de volonté expresse en modifiant les documents constitutifs de l'organisme de titrisation concerné en y incluant une disposition expresse en ce sens.“

L'intitulé du titre VI du projet de loi sera en conséquence libellé comme suit: „*Titre VI. Dispositions modificatives et transitoire*“.

Les articles 86 à 90 seront repris sous un Chapitre 1 – *Dispositions modificatives*, alors que l'article 91 nouveau tel que proposé sera repris sous un Chapitre 2 – *Disposition transitoire*.

De même, dans un but de flexibilité maximale du régime luxembourgeois, il convient de préserver pour la suite la volonté des opérateurs économiques de ne pas évoluer dans le cadre de la nouvelle loi. Surtout, il faut éviter que dorénavant des opérations qui, de par leurs caractéristiques, seraient susceptibles de tomber dans le champ d'application de la nouvelle loi, sans que les opérateurs concernés ne le désirent pour autant, ne soient automatiquement et irrémédiablement attirées dans ce champ d'application. Dès lors, de l'avis du Conseil d'Etat, tout véhicule de titrisation soucieux de se soumettre à la loi devra le préciser expressément respectivement dans ses statuts ou dans son règlement de gestion. Le paragraphe 2 de l'article 1er aurait dès lors la teneur suivante:

„(2) Sont des „organismes de titrisation“, au sens de la présente loi, les organismes qui accomplissent entièrement la titrisation et ceux qui participent à une telle opération par la prise en charge de tout ou partie des risques titrisés – les organismes d'acquisition – ou par l'émission des valeurs mobilières destinées à en assurer le financement – les organismes d'émission, et dont les statuts, le règlement de gestion ou les documents d'émission prévoient qu'ils sont soumis aux dispositions de la présente loi.“

Il va de soi que toute structure existante désireuse d'opérer par la suite dans le cadre de la nouvelle loi devra modifier ses documents constitutifs en conséquence.

### *Articles 2 et 3*

Ces articles constituent pour ainsi dire le préambule du Titre II relatif aux organismes de titrisation. Le projet propose deux types de véhicules, à savoir les sociétés et les fonds gérés par une société de

gestion. Il suit en cela la logique des organismes de placement collectif, pour lesquels la loi offre le même choix de régime.

Quant au champ d'application *ratione personae* du projet, il ne vise que les véhicules dont le siège statutaire est situé au Luxembourg.

Le Conseil d'Etat souligne qu'en matière de véhicules de titrisation, le recours à des structures impliquant des succursales n'est pas pratiqué, alors qu'il convient de soumettre l'ensemble de l'opération à une même législation.

#### *Articles 4 et 5*

Ces articles régissent les organismes de titrisation ayant adopté le régime de société. Les véhicules de titrisation peuvent ainsi choisir entre les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par actions, les sociétés à responsabilité limitée et les sociétés coopératives organisées comme une société anonyme. Le projet exclut cependant, pour les sociétés coopératives, l'application de l'article 137 de la loi modifiée du 10 août 1915, alors que ledit article soumet au contrôle du Gouvernement l'organisation et la gestion des sociétés coopératives.

Au vu du risque inhérent aux valeurs titrisées, il importe d'exclure tout véhicule impliquant une responsabilité illimitée des investisseurs en raison des engagements conclus par la société de titrisation.

Le projet prévoit enfin la possibilité de véhicules à compartiments multiples, ce qui permet de ventiler les nouveaux titres émis en fonction du type de titre ou de créancier originaires ou en fonction du niveau de risque. Par ailleurs, la technique des compartiments multiples permet d'assurer le „ring fencing“, c'est-à-dire que chaque masse d'actifs reste séparée, de sorte que le rendement négatif d'un compartiment n'a pas d'incidence sur les actifs des compartiments voisins.

Le régime des différents compartiments s'inspire de celui des compartiments d'un organisme de placement collectif ou d'un fonds de pension, en assurant notamment le cloisonnement étanche des masses de chaque compartiment, ce que le projet énonce plus loin dans le cadre de l'examen des droits des investisseurs et des créanciers (article 62 du projet).

#### *Article 6*

Les véhicules de titrisation peuvent alternativement choisir le régime de fonds de titrisation avec société de gestion. Le fonds a alors une structure purement contractuelle sans personnalité morale. Les promoteurs du fonds ont le choix entre deux formes d'organisation du fonds: soit il fonctionnera sous le régime de la copropriété, soit sous celui respectivement du trust ou du contrat fiduciaire.

Dans le cadre du régime de copropriété, le projet prend soin d'exclure les règles du code civil relatives à l'indivision, évitant ainsi qu'un des copropriétaires puisse provoquer la fin de l'indivision et donc la liquidation du fonds, et écartant l'exigence de l'unanimité pour la prise des décisions.

Quant au régime du trust et de la fiducie, tel qu'il résulte de la loi du 27 juillet 2003 relative à la reconnaissance du trust et aux contrats fiduciaires, le Conseil d'Etat fait remarquer que c'est en effet dans le cadre de cette loi que la titrisation a reçu pour la première fois au Luxembourg une reconnaissance législative pour ainsi dire incidente, alors que l'article 4 de ladite loi mentionne expressément les sociétés et fonds de titrisation parmi les catégories de fiduciaires dans le cadre d'un contrat fiduciaire de droit luxembourgeois.

Enfin, le Conseil d'Etat recommande d'exiger dans le texte même du projet que le règlement de gestion du fonds stipule expressément si un fonds donné est soumis au régime de la copropriété ou à celui du trust et de la fiducie. On pourrait dès lors ajouter à la fin du paragraphe 1er la phrase suivante: „Le règlement de gestion du fonds stipule expressément si le fonds est soumis au régime de la copropriété ou à celui du trust et de la fiducie.“

#### *Article 7*

L'article 7 régit le régime des titres émis par le fonds de titrisation. On note que ces titres sont, selon le cas, représentatifs soit d'un droit réel (copropriété), soit d'un droit personnel (fiducie).

Les titres peuvent être nominatifs, au porteur ou dématérialisés. Il est certain que dans une optique de flexibilité, la possibilité d'émettre des titres dématérialisés constitue un atout, même si certaines finesses du régime juridique des titres dématérialisés ne sont actuellement pas clairement définies.

### Article 8

Sans observation, alors que cet article constitue l'application aux fonds de titrisation de l'article 5 relatif à la possibilité de prévoir des compartiments multiples.

### Article 9

Cet article a pour objet de permettre aux fonds de titrisation de recourir à des emprunts obligataires. Etant donné que le fonds n'a pas de personnalité juridique, les emprunts seront en pratique émis par la société de gestion. Le Conseil d'Etat se demande dès lors s'il ne serait pas préférable de placer cet article dans la sous-section relative aux sociétés de gestion et de le libeller comme suit:

„La société de gestion peut émettre des titres de créance pour le compte et à charge d'un fonds de titrisation ou de l'un de ses compartiments.“

### Article 10

Cet article, relatif au contenu et au régime du règlement de gestion d'un fonds de titrisation, appelle plusieurs observations. En premier lieu, conformément à ses observations dans le cadre de l'article 6 ci-dessus, le Conseil d'Etat recommande d'ajouter au paragraphe 1er, comme indication obligatoire du règlement de gestion, le choix du régime qui a été retenu, à savoir copropriété ou fiducie.

En deuxième lieu, il y aurait lieu d'écrire au paragraphe 3 „loi *modifiée* du 10 août 1915“.

En troisième lieu, et surtout, le paragraphe 3 exige le dépôt, auprès du registre de commerce, du règlement de gestion d'un fonds de titrisation. Etant donné que de tels documents sont souvent rédigés en anglais et que préalablement au dépôt auprès du registre de commerce et des sociétés, il faudra enregistrer le règlement de gestion, il faudra donc le traduire en allemand ou en français, ce qui sera fort coûteux si le règlement est volumineux. L'opération de titrisation sera donc grevée des coûts d'enregistrement et de traduction, ce qui ne contribuera pas à la compétitivité des véhicules luxembourgeois. Non seulement la charge financière supplémentaire réduirait-elle l'attractivité du régime luxembourgeois en général, mais encore frapperait-elle surtout les structures de titrisation destinées aux petites et moyennes entreprises, un créneau auquel la place de Luxembourg devra porter un intérêt accru. Ces opérations de petit volume sont en effet particulièrement sensibles à chaque dépense additionnelle.

Le Conseil d'Etat propose par conséquent d'ajouter au texte du projet de loi une disposition calquée sur l'article 12 de la loi du 27 juillet 2003 relative au trust et aux contrats fiduciaires, et ayant la teneur suivante:

„(1) Toutes conventions conclues dans le cadre d'une opération de titrisation ainsi que tous autres actes relatifs à une telle opération sont dispensés des formalités de l'enregistrement, même lorsqu'il en est fait usage, par acte public, en justice ou devant toute autre autorité constituée, toutes les fois qu'ils n'ont pas un effet translatif de droits devant être transcrits, immatriculés ou enregistrés portant sur un immeuble situé au Luxembourg, des aéronefs, des navires ou des bateaux de navigation intérieure immatriculés au Luxembourg. Toutefois, ils peuvent être présentés à la formalité de l'enregistrement, auquel cas ils sont enregistrés au droit fixe.

(2) Par dérogation aux dispositions de l'arrêté du 24 prairial, an XI, lorsque des actes conclus dans le cadre d'une opération de titrisation ou d'autres actes relatifs à une telle opération sont présentés à la formalité de l'enregistrement, l'obligation de joindre à ces actes lorsqu'ils sont passés en d'autres langues que les langues officielles de traduction certifiée par un notaire ou un autre traducteur juré ne s'applique pas si ces actes sont passés en langue anglaise.“

### Articles 11 et 12

Au vu du fait que les régimes de copropriété et de fiducie ne prévoient *a priori* pas de limites à la responsabilité des constituants, les articles 11 et 12 ont pour objet d'instaurer en des termes explicites en faveur des investisseurs dans un fonds de titrisation une responsabilité limitée à leur investissement. Inversement, le projet opère au profit du fonds une ségrégation entre les dettes éventuelles de la société de gestion ou des investisseurs et l'actif du fonds. Ceci semble cependant évident, alors que la société de gestion et les investisseurs ont, eux, des personnalités juridiques propres, de sorte qu'en application des principes généraux du droit des obligations, leurs dettes restent cantonnées à eux. L'article 12 a ainsi une valeur purement confirmative.

### Article 13

Cet article établit un certain nombre de règles en matière de mise en liquidation d'un fonds de titrisation. Tout en n'ayant pas d'observations quant au fond, le Conseil d'Etat se demande s'il ne serait pas préférable de le faire figurer dans le cadre du chapitre 3 ci-après, relatif à la liquidation des organismes de titrisation, et plus précisément dans la section 1 dudit chapitre, qui énonce les dispositions communes en matière de liquidation.

### Article 14

Les articles 14 à 18 sont relatifs aux sociétés de gestion de fonds de titrisation.

D'après le troisième alinéa du commentaire relatif à l'article 14, la seule exigence de la loi pour l'exercice de cette activité consiste dans l'agrément de la société de gestion par la Commission de surveillance du secteur financier. Or, les organismes de titrisation agréés sont en principe régis par le chapitre 2 (articles 19 et ss). Dès lors, si le commentaire se rapporte effectivement à l'article 14, le Conseil d'Etat ne perçoit pas clairement la distinction entre l'article 14 et l'article 19 et doit conclure que tous les organismes de titrisation doivent être agréés par la CSSF, du moins lorsqu'ils ont choisi le régime d'un fonds, de sorte que la distinction entre organismes agréés et autres ne se justifie plus. Or, au vu du fait qu'une telle explication priverait de sens logique la structure du projet sous avis, le Conseil d'Etat estime que le commentaire ne peut pas se rapporter à l'article 14 du projet.

Le Conseil d'Etat note encore avec intérêt que les auteurs du projet conçoivent qu'une même société de gestion gère un ou plusieurs fonds de titrisation, des organismes de placement collectif et des fonds de pension, à condition de suffire aux exigences cumulatives y liées.

### Articles 15 et 16

Ces articles, relatifs aux fonctions de la société de gestion, n'appellent pas d'observations de la part du Conseil d'Etat.

Il convient seulement de faire une remarque de style à l'encontre du paragraphe 2 de l'article 15, dont la première phrase est plutôt lourde. Le Conseil d'Etat recommande d'en faire deux phrases, libellées comme suit:

„(2) Sous réserve des pouvoirs confiés, *le cas échéant*, à un représentant-fiduciaire, *la société de gestion agit pour le compte du fonds de titrisation et de ses investisseurs à l'égard des tiers. Elle les représente, dans toute action en justice ...*“

### Articles 17 et 18

Sans observation, sous réserve de la question soulevée ci-avant quant à l'exigence d'un agrément de la part de la CSSF pour toute société de gestion. L'avant-dernier tiret de l'article 18 serait dès lors à relier comme suit:

„– lorsque, dans le cadre d'un organisme agréé, la Commission de surveillance du secteur financier retire son agrément à la société de gestion;“

### Articles 19 à 21

Ces articles sont relatifs à l'agrément de certains organismes de titrisation. Sont soumis à l'agrément obligatoire de la CSSF les organismes de titrisation qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public. Ni le projet lui-même ni le commentaire des articles définissent plus précisément ce qu'il faut entendre par émission en continu. Or, comme cette notion conditionne l'obligation d'agrément, une définition claire et non équivoque est indispensable de l'avis du Conseil d'Etat.

Les articles 19 à 21 n'appellent pas d'autres observations.

### Articles 22 à 26

Ces articles fondent les pouvoirs de surveillance de la CSSF face aux organismes de titrisation agréés. Il faut donc conclure qu'il existera désormais du moins deux, sinon trois catégories d'organismes de titrisation: les véhicules agréés, les véhicules non agréés mais évoluant dans le cadre de la nouvelle loi, et les véhicules entièrement libres. Le Conseil d'Etat renvoie à ce titre à ses observations relatives à l'article 1er ci-avant et il réitère sa recommandation que tout véhicule de titrisation devrait préciser, dans ses documents constitutifs, s'il est soumis au régime de la loi et s'il est agréé et donc

contrôlé par la CSSF ou non. Cette information est en effet essentielle pour fonder un choix éclairé des investisseurs potentiels.

Les pouvoirs de surveillance (article 24) et de sanction (article 25) de la CSSF vont très loin. S'agissant de décisions administratives individuelles, l'organisme de titrisation, voire les investisseurs frappés par une mesure ainsi décidée par la CSSF, pourront former un recours devant les juridictions administratives (cf. article 27).

Le Conseil d'Etat se demande par ailleurs quels seront les pouvoirs de l'administrateur provisoire nommé, le cas échéant, sur base de l'article 25 (2), quatrième tiret. Il conviendrait soit de préciser la mission et les pouvoirs de cet administrateur dans le cadre du texte du présent projet même, soit pour le moins énoncer qu'il appartiendra au magistrat désigné de les déterminer.

Enfin, le Conseil d'Etat rappelle qu'il a recommandé ci-avant de déplacer l'article 13 dans le chapitre relatif à la liquidation des organismes de titrisation, de sorte que la référence à l'article 26 sera à modifier en conséquence.

#### *Articles 27 à 31*

Ces articles décrivent le régime juridique et procédural des décisions prises par la CSSF en exécution du projet de loi sous avis, et les recours contre ces décisions.

Etant donné que le système ainsi exposé suit celui établi en matière d'OPC, il ne donne pas lieu à observation.

#### *Articles 32 à 36*

Le chapitre 3 du Titre II est relatif à la liquidation des organismes de titrisation. Les articles 32 à 36 énoncent les dispositions communes aux organismes de titrisation agréés et non agréés. On peut retenir deux éléments saillants: d'une part, la ségrégation des compartiments d'un organisme, permettant leur liquidation individuelle sans affecter les autres compartiments, d'autre part, la grande liberté d'action des liquidateurs.

Etant donné que la procédure de nomination des liquidateurs n'est décrite qu'à l'article 39, c'est-à-dire à un endroit ultérieur dans le texte du projet, le Conseil d'Etat recommande d'écrire, à l'article 34:

„Le liquidateur, nommé en vertu de l'article 39 (2) ci-après, peut tenter ...“

Le Conseil d'Etat note que cet article se rapporte uniquement à la liquidation forcée des organismes agréés. En ce qui concerne la liquidation d'un organisme non agréé, il conviendra dès lors de s'en tenir au droit commun. La première référence de droit commun est l'article 203 de la loi modifiée du 10 août 1915. Or, cet article ne vise que les sociétés commerciales et est donc inapplicable à un organisme de titrisation constitué sous la forme statutaire d'un fonds. Dès lors, on pourrait également appliquer une solution par analogie à celle des articles 80 et suivants de la loi modifiée du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif, respectivement des articles 104 et suivants de la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif. L'absence de clarté quant au régime à appliquer constituant une source d'insécurité juridique, le Conseil d'Etat invite les auteurs du projet à insérer une disposition expresse ou un renvoi explicite à l'un des régimes susmentionnés.

#### *Articles 37 à 46*

Sans observation.

#### *Article 47*

Le chapitre 4 du Titre II traite des comptes, de la révision des comptes et de la fiscalité des organismes de titrisation. L'article 47 établit le régime comptable des sociétés de titrisation en les soumettant aux dispositions afférentes de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, respectivement à celles de la loi du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises, qui vont se substituer aux premières à partir du 1er janvier 2005.

Aux dires du commentaire des articles, „l'utilité principale de la disposition commentée est d'étendre le champ d'application de la section XII de la loi modifiée de 1915 aux *fonds* de titrisation ... les opérateurs économiques ne devant pas être influencés par des considérations comptables dans leur choix de la forme appropriée pour leur organisme de titrisation“.

Or, le texte de l'article 47 mentionne les *sociétés* de titrisation, et non les *organismes* de titrisation, ce qui aurait inclu les fonds de titrisation. De surcroît, l'article 50 du projet prévoit un régime comptable propre pour les fonds de titrisation, ce qui amène le commentaire des articles à s'étendre à nouveau sur l'objectif de la neutralité – fiscale cette fois-ci – du régime de ces fonds, cette fois-ci par comparaison aux fonds communs de placement.

Le Conseil d'Etat invite dès lors les auteurs du projet à reconsidérer le choix du traitement comptable des fonds de titrisation et d'adapter soit le dispositif des articles 47 et 50 aux objectifs exprimés dans le commentaire des articles, soit de rectifier ce dernier. De l'avis du Conseil d'Etat, l'approche retenue dans le dispositif des articles est appropriée.

Par ailleurs, le Conseil d'Etat tient à souligner qu'il s'agit à chaque fois de la loi *modifiée* du 10 août 1915 et de la loi *modifiée* du 30 mars 1988.

#### *Articles 48 à 50*

Sans observation, sous réserve des remarques ci-avant relatives à l'article 50.

#### *Articles 51 et 52*

Sans observation, sauf qu'il convient d'écrire, à l'article 51 (1), 6e ligne, „est liquidé“ au lieu de „peut être liquidé“ à un droit fixe. En effet, on ne conçoit pas qu'une disposition fiscale soit potestative. Quel serait sinon l'effet de l'absence de prise du règlement grand-ducal qui est prévu? L'application d'un droit d'apport proportionnel de 1%? Une telle solution doit être évitée en disposant clairement que le droit *est* fixe. Dans ce cas, si le règlement grand-ducal n'intervient pas, le droit d'apport ne sera cependant pas de 1.250 euros, mais plutôt de 12 euros, ce qui constitue le montant par défaut établi par l'article 19 de la loi modifiée du 23 décembre 1913 (Livre V du „Code fiscal“). Le Conseil d'Etat recommande aux auteurs du projet de prendre le règlement grand-ducal qui s'impose dans les meilleurs délais.

#### *Article 53*

L'article 53 est la première disposition du Titre III relatif aux risques titrisés. L'article 53 est en quelque sorte l'écho de l'article 1er, qui, à son tour, énonce d'emblée que la gamme des risques susceptibles d'être titrisés est très large. En effet, alors que la titrisation classique concernait surtout les différents types de créances, la titrisation plus innovative ne connaît quasiment plus de limites quant à la nature du risque à reconvertir en nouvelle valeur négociable sur le marché des capitaux.

Si les types d'actifs titrisables sont variés, les modes de les acquérir le sont aussi (paragraphe 2). Le Conseil d'Etat tient seulement à rappeler en cet endroit que le mode d'acquisition conditionnera également les droits ainsi acquis: droits personnels pour les créances, droits réels pour les risques portant sur des biens.

#### *Articles 54 et 55*

En matière de cession de créances, deux questions importantes sont tranchées par les articles 54 et 55: d'une part, le texte établit clairement la cession de créances futures, et, d'autre part, il s'efforce de fixer dans le temps le moment où la cession prend effet entre parties et surtout où elle devient opposable aux tiers. Le paragraphe 1er de l'article 55 tranche la question en ce qui concerne les créances existantes: en principe, elles prennent effet tant entre parties que vis-à-vis des tiers au moment de l'acte de cession. La solution est donc purement consensualiste. Elle reprend celle retenue dans le cadre de la loi du 1er août 2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie (article 3, paragraphe 3).

Etant donné que le paragraphe 1er n'énonce pas expressément la reconnaissance, en cas de faillite, d'une cession en vue de la titrisation, il convient d'appliquer le droit commun, de sorte qu'il s'agit d'un acte potentiellement annulable pendant la période suspecte.

Par contre, pour ce qui est des créances futures, le paragraphe 3 établit l'effet également au moment de l'accord de cession et précise que la cession est reconnue nonobstant l'ouverture d'une faillite. Le Conseil d'Etat constate donc qu'il y a une différence de traitement entre les cessions de créances futures et celles de créances existantes, les cessions de créances futures étant mieux loties, en cas de faillite du cédant, que les cessions de créances existantes.

#### *Articles 56 à 58*

Ces articles sont encore relatifs à la titrisation de risques issus de créances, ce qui montre que, juridiquement, ce type de titrisation pose plus de questions que la titrisation de droits réels. La probléma-

tique essentielle en matière de cession de droits personnels est évidemment celle de la situation du débiteur cédé qui n'a pas nécessairement connaissance de la titrisation du risque qu'il a généré.

Par ailleurs, il convient de déterminer la loi applicable au caractère cessible de la créance et à l'opposabilité de la cession aux tiers. Le projet retient à ce titre la solution adoptée par la Convention des Nations Unies sur la cession de créances dans le commerce international, conclue à New York en 2001 et signée par le Luxembourg, le 12 juin 2002. Même si cette convention n'est pas encore en vigueur, elle constituera à terme la règle de conflit de base en cette matière, de sorte que la cohérence internationale sera assurée, afin d'éviter des conflits de lois positifs ou négatifs.

#### *Article 59*

L'article 59 valide la „clause retour“ au cédant du surplus des actifs transférés à l'organisme de titrisation, mais non utilisés par celui-ci.

#### *Articles 60 et 61*

Ces articles constituent le chapitre relatif à la gestion des risques. En premier lieu, l'article 60 permet aux organismes de titrisation l'outsourcing des fonctions de gestion des créances, y compris le recouvrement. En effet, étant donné que le cédant reste souvent en charge des tâches matérielles liées au recouvrement, tout en ayant délesté son bilan du poids des créances, il faut ancrer cette possibilité dans le texte. Le débiteur cédé se rendra d'autant moins compte que d'un point de vue juridique, il a changé de créancier, et l'article 56 (3) devient d'autant plus utile. Le véhicule de titrisation peut cependant aussi se décharger sur un tiers pour l'accomplissement desdites fonctions. Le Conseil d'Etat se permet d'ailleurs de relever que la première phrase du commentaire des articles sub article 61 se rapporte sans doute à l'article 60.

En second lieu, l'article 61 assure le privilège de l'organisme de titrisation sur les sommes encaissées déjà pour son compte par le délégataire tombé en faillite (paragraphe 2). D'un autre côté, afin de protéger ses investisseurs contre son propre fait, la capacité de l'organisme de titrisation à constituer des garanties et sûretés est limitée (paragraphe 3). S'il est vrai que cette mesure augmente la sécurité juridique du véhicule et contribue ainsi à l'obtention d'un meilleur rating de la part des agences de notation, attirant donc plus d'investisseurs, il faut cependant également prendre en considération que cette limitation peut se révéler comme préjudiciable dans des opérations de titrisation où les investisseurs acceptent de plein gré et en connaissance de cause de courir un risque plus élevé. Afin de maintenir donc une flexibilité maximale du régime luxembourgeois, le Conseil d'Etat propose de prévoir dans les documents constitutifs la possibilité de renoncer à cette protection et de libeller l'article 61 (3) comme suit:

„(3) A moins que les statuts, le règlement de gestion ou le contrat d'émission ne le prévoient expressément, un organisme de titrisation ne peut constituer ...“

Si les auteurs du projet ne devaient pas suivre le Conseil d'Etat sur la voie qui vient d'être tracée, du moins devrait-on permettre la constitution de garanties de rang inférieur en faveur de personnes tierces par rapport au cercle des bénéficiaires autorisés sous l'article 61 (3).

#### *Article 62*

Le Titre IV du projet est relatif aux investisseurs et aux créanciers. L'article 62 enracine fermement non seulement le principe du patrimoine à part de l'organisme de titrisation en tant que tel, mais encore celui de la ségrégation des patrimoines de chaque compartiment pour autant qu'il s'agit d'un véhicule à compartiments multiples. Les documents constitutifs de l'organisme peuvent cependant prévoir la transitivité entre compartiments pour ce qui est des relations entre investisseurs (paragraphe 3). Peut-on en déduire que les créanciers bénéficient alors de la même extension? Dans le silence du texte, une telle interprétation ne peut pas être exclue de sorte que, si le souhait des auteurs du projet est de s'y opposer, mieux vaudrait insérer une disposition expresse en ce sens.

#### *Article 63*

Cet article fonde la flexibilité dans l'émission par l'organisme de titrisation de valeurs mobilières de types divers. Plus particulièrement, le rendement et les conditions de remboursement des valeurs mobilières émises par le véhicule peuvent être conditionnés par d'autres paramètres, ce qui est après tout évident alors que ces nouvelles valeurs sont dérivées de risques initiaux distincts.

Le projet sous avis déroge encore au droit commun en ce qu'il permet l'émission d'actions de valeur inégale pour autant que le droit de vote y attaché soit proportionnel à la quotité du capital que représentent ces actions.

Le Conseil d'Etat soulève par ailleurs la question s'il faut en conclure que du moment que les actions émises par un véhicule sont de valeur inégale, elles doivent obligatoirement bénéficier d'un droit de vote proportionnel au capital représenté, de sorte que la possibilité d'émettre des actions sans droit de vote serait exclue dans cette hypothèse.

#### *Article 64*

Certains investisseurs et créanciers d'un organisme de titrisation peuvent être obligés d'accepter le statut subordonné de leur engagement non seulement au cas par cas lors d'une émission donnée, mais encore de façon générale par une clause de subordination de principe dans les documents constitutifs du véhicule.

Par ailleurs, le projet déroge au droit commun en ce qu'il rend expressément licite une clause de non-recours dans les documents constitutifs et sanctionne d'irrecevabilité des procédures engagées en violation d'une telle clause.

#### *Articles 65 et 66*

Sans observation, sous réserve de l'observation à l'endroit de l'article 70 ci-après.

#### *Articles 67 à 69*

Le chapitre 2 du Titre IV traite des représentants-fiduciaires. Il s'agit d'une nouvelle fonction de représentation collective des intérêts des investisseurs et des créanciers. Elle repose conjointement sur les mécanismes juridiques du mandat et de la fiducie. Etant donné que le représentant-fiduciaire agit à titre fiduciaire uniquement dans le cadre de l'article 71, et afin d'éviter dès lors des confusions lorsqu'il agit à un autre titre, le Conseil d'Etat propose de changer la dénomination en „représentant (des investisseurs et créanciers)“.

Par ailleurs, il est à noter que d'après l'article 67, le projet sous avis s'applique uniquement aux représentants-fiduciaires dont le siège statutaire est au Luxembourg. Faut-il en conclure que les investisseurs et les créanciers d'un organisme de titrisation régi par le droit luxembourgeois en application de l'article 3 du projet sous avis peuvent confier la gestion de leurs intérêts à un représentant-fiduciaire dont le siège statutaire est hors du Luxembourg? Si les auteurs du projet estimaient que, pour des raisons tenant à la protection des investisseurs et des créanciers, tel ne devrait pas être le cas, l'article 67 serait à libeller comme suit:

„**Art. 67.**– Les investisseurs et les créanciers d'un organisme de titrisation peuvent confier la gestion de leurs intérêts à un ou plusieurs représentants dont le siège statutaire est au Luxembourg et qui sont agréés conformément à la section 2 ci-après.“

Plus généralement, l'instauration d'un représentant des intérêts collectifs des investisseurs et créanciers soulève la question d'une extension de ce mécanisme à d'autres situations de représentation, comme notamment, dans le cadre de crédits syndiqués, à la représentation par l'un des intervenants des intérêts collectifs des autres, surtout quand il s'agit de se faire consentir des sûretés. La conception civiliste considérant la sûreté comme l'accessoire de la créance, il n'est actuellement pas certain si un prêteur d'une partie du crédit syndiqué peut se faire consentir des garanties couvrant la totalité du crédit syndiqué, en représentation des autres prêteurs. Le Conseil d'Etat note que le mécanisme de représentation collective introduit par le projet sous avis constitue pour le moins un précédent intéressant.

Les articles 68 et 69 n'appellent pas d'observation particulière. On peut cependant déduire de l'article 69 (1) que les pouvoirs de représentation confiés à un représentant-fiduciaire peuvent être seulement partiels, laissant aux investisseurs et créanciers des droits d'action individuels dans certains domaines.

#### *Article 70*

Au vu de l'article 70, le Conseil d'Etat propose d'écrire, au début de l'article 66 ci-avant:

„Sous réserve de l'article 70 *ci-après*, les articles 86 à 97 de la loi *modifiée* du 10 août 1915 *sont applicables* ...“

*Article 71*

Sans observation.

*Article 72*

Sans observation, sauf qu'il convient d'écrire: „L'organisme de titrisation *peut céder ...*“.

*Article 73*

Cet article, autorisant une espèce de sous-mandat conféré par le représentant-fiduciaire à un tiers, soulève la question de l'exigence d'un agrément de ce tiers au sens de la section 2 ci-après. Le Conseil d'Etat recommande aux auteurs du projet de préciser expressément si un tel agrément est exigé ou non.

*Articles 74 à 76*

Sans observation, sauf qu'il conviendrait d'ajouter, à l'article 39 (2) ci-dessus: „En ordonnant la liquidation, le tribunal nomme un juge-commissaire ainsi qu'un ou plusieurs liquidateurs, *sous réserve de l'article 75 ci-après.*“

*Articles 77 et 78*

L'ordre logique commande d'inverser ces deux articles. Il faut en effet parler d'abord du principe du remplacement du représentant-fiduciaire, et ensuite seulement des effets qu'il produit.

*Article 79*

Au vu des formalités exigées pour l'agrément d'un représentant-fiduciaire, on peut se demander s'il s'agit d'un nouveau type de professionnel du secteur financier (PSF), ce qui entraînerait une série de conséquences juridiques qui ne sont pas nécessairement souhaitables dans le cadre du présent projet. Aussi vaudrait-il mieux spécifier que, au vu également de l'article 86 ci-après, que nonobstant la procédure d'agrément établie par le projet sous avis, les représentants-fiduciaires ne sont pas pour autant des PSF au sens de la loi modifiée du 5 avril 1993. Une telle précision expresse est d'autant plus indiquée que le commentaire de l'article 84 parle de conditions identiques à celles qui prévalent pour les PSF.

*Article 80*

Sans observation, sauf qu'il convient d'écrire au paragraphe 2: „... au sens de l'article 18 de la loi *modifiée* du 5 avril 1993 ...“.

*Articles 81 à 84*

Sans observation, alors qu'il s'agit des règles classiques de l'agrément par la CSSF.

*Article 85*

Sans observation.

*Article 86*

Le Conseil d'Etat renvoie à sa proposition formulée à l'endroit de l'article 1er en vue de subdiviser en deux chapitres le titre VI du projet de loi et devant comprendre les articles 86 à 91.

Au vu du fait que l'article 86 exclut expressément les organismes de titrisation et les représentants-fiduciaires du champ d'application des conditions d'agrément des autres PSF tracé par la loi modifiée du 5 avril 1993, il devient d'autant plus indiqué de spécifier clairement dans le texte même du projet que lesdits acteurs ne sont pas des PSF au sens de la loi de 1993.

Par ailleurs, il convient de parler de la loi *modifiée* du 5 avril 1993.

*Articles 87 et 88*

Le Conseil d'Etat tient à relever qu'il convient, à l'article 88 ainsi que dans l'intitulé du projet de loi, d'insérer la date du 27 juillet 2003 concernant la loi sur le trust et les contrats fiduciaires.

*Article 89*

L'article 89 est relatif à la fiscalité directe grevant les opérations et les organismes de titrisation. Il soulève deux séries de problèmes.

En premier lieu, dans sa teneur actuelle, le point b) exige que l'organisme de titrisation acquière les biens au prix de leur valeur estimée de réalisation. Or, une telle exigence est irréaliste alors que, un peu à l'image de l'affacturage, le véhicule de titrisation cessionnaire du risque n'assumera ce dernier que contre une décote du prix, qui sera en règle générale inversement proportionnelle au degré de risque du bien cédé. L'article 89, point b) aboutirait à rendre une telle décote non déductible dans le chef du cédant. Dès lors, exiger la cession au prix de valeur de réalisation pourrait constituer un obstacle dirimant aux opérations de titrisation, de sorte que le Conseil d'Etat doit s'opposer fermement à toute prescription du genre de celle du point b) du texte proposé qui, en conséquence, est à supprimer impérativement. Les points subséquents de l'article 89 sont dès lors à renuméroter.

En second lieu, en ce qui concerne l'article 89, point c) du projet (b) selon le Conseil d'Etat), il pose une condition de distribution avant la fin de l'exercice d'exploitation suivant celui de la prise en charge des engagements corrélatifs pour que la déductibilité soit acquise à l'organisme de titrisation. Une telle restriction au libre choix du moment de distribution empêche toute neutralité-fiscalité et constitue une immixtion non justifiée dans les libres choix économiques de l'opérateur. Or, de nombreuses opérations de titrisation fonctionnent pour ainsi dire „à capitalisation“, aucune distribution n'étant opérée sur les titres souscrits par les investisseurs jusqu'à l'issue de l'opération, ce qui peut durer plusieurs années. Si le texte était maintenu dans son libellé actuel, le véhicule de titrisation ne serait pas autorisé à déduire les engagements qu'il doit assumer, ce qui engendrerait une charge fiscale économiquement non justifiée dans le chef du véhicule.

De surcroît, au vu de l'article 59 du projet, qui permet d'accorder au cédant un droit de retransfert des actifs „superflus“ du véhicule de titrisation, l'article 89, point c) ne se justifie pas non plus, alors que l'engagement de retransférer un éventuel reliquat doit être déductible dans le chef de la société de titrisation, sous peine de voir amputer celui-ci d'une charge fiscale, créant ainsi une double imposition avec celle subie par le cédant.

Le Conseil d'Etat doit dès lors s'opposer fermement au maintien de la restriction de déductibilité prévue par le point c). Le point c) (b) selon le Conseil d'Etat) devrait dès lors être libellé comme suit:

„b) L'article 46 est complété par l'ajout d'un numéro 14 libellé comme suit:

„14. les engagements assumés vis-à-vis des investisseurs et de tout autre créancier par une société de titrisation.“ “

Le point d) actuel (c) selon le Conseil d'Etat) n'appelle pas d'observation particulière.

Quant à l'actuel point e) de l'article 89, le Conseil d'Etat constate qu'il a pour conséquence d'exclure indirectement les sociétés luxembourgeoises de l'investissement dans les sociétés de titrisation, dans la mesure où le régime mère-fille (Soparfi) ne pourra pas s'appliquer aux revenus versés par les sociétés de titrisation et que la cession de participations dans ces sociétés de titrisation ne pourra pas non plus bénéficier du régime fiscal des Soparfi.

Dans le cadre du projet de loi sur les sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR) (cf. *doc. parl. 5201*), les investissements faits par une société de capitaux luxembourgeoise dans une SICAR pourront bénéficier du régime mère-fille, de sorte qu'il est peu compréhensible qu'une exclusion de ce régime soit prévue pour des investissements dans une société de titrisation.

Si l'un des objectifs du Luxembourg est d'inciter des investisseurs étrangers à participer dans des sociétés de titrisation luxembourgeoises, notre législation perdra en crédibilité si des sociétés de capitaux luxembourgeoises ne peuvent bénéficier du régime mère-fille au titre de ces investissements, alors que notre souhait est que des investisseurs étrangers puissent, de par leur propre législation interne, se prévaloir de règles d'élimination des doubles impositions efficaces.

Le but de l'exclusion du régime mère-fille est d'éviter des abus. La législation en matière d'abus de droit (§ 6 *Steueranpassungsgesetz*) semble toutefois suffisamment solide à ce niveau. L'administration fiscale considère, sur le fondement de l'abus de droit, que le régime mère-fille ne s'applique pas, par exemple, pour des investissements dans des sociétés d'investissement à capital variable étrangères, lorsque ces investissements sont motivés uniquement par des motifs fiscaux, sans motifs économiques valables (*Guy Heintz, L'impôt sur le revenu des collectivités*, Etudes fiscales 113/114/115, janvier 1999, page 86). La même approche devrait prévaloir pour des investissements dans des sociétés de titrisation.

Le projet de loi sur les titrisations permet le financement des sociétés de titrisation aussi bien par l'émission de participations que de titres de dette. Cette flexibilité est certainement l'un des atouts de la nouvelle législation. S'il est vrai qu'il ne convient pas d'accorder le régime mère-fille pour des investis-

sements par une société de capitaux luxembourgeoise dans des titres de dette, il ne faudrait toutefois pas d'office, pour les raisons indiquées ci-dessus, exclure du régime mère-fille les investissements en capital. Les intérêts servis par les sociétés de titrisation, pouvant être assimilés à des intérêts sur obligations participatives, devraient être traités comme les intérêts sur ces dernières.

Le Conseil d'Etat propose en conséquence de remplacer la lettre e) de l'article 89 par deux points nouveaux renumérotés et libellés comme suit:

„d) La première phrase de l'article 115, numéro 15a, est libellée comme suit: „50% des distributions et autres produits alloués par une société de titrisation, ainsi que 50% des revenus de capitaux spécifiés à l'article 146, alinéa 1er, numéros 1 et 3 et alinéa 2, alloués par:“

e) L'article 166, paragraphe 4, est libellé comme suit: „(4) Le produit du partage au sens de l'article 101 et le produit d'une participation au capital d'une société de titrisation sont considérés comme revenus pour l'application de l'alinéa 1er.“ “

Dans le même ordre d'idées, il faudrait abandonner le projet de règlement grand-ducal complétant le règlement grand-ducal du 21 décembre 2001 portant exécution de l'article 166, alinéa 9, numéro 1 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu.

Le Conseil d'Etat ne procédera par conséquent pas à l'examen dudit projet de règlement grand-ducal.

#### *Article 90*

Sans observation.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 19 décembre 2003.

*Le Secrétaire général,*  
Marc BESCH

*Le Président,*  
Pierre MORES

