N° 5199

CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2002-2003

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**

* * *

(Dépôt: le 2.9.2003)

SOMMAIRE:

		page
1)	Arrêté Grand-Ducal de dépôt (12.8.2003)	2
2)	Exposé des motifs	2
3)	Texte du projet de loi	5
4)	Commentaire des articles	19
5)	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	40

*

ARRETE GRAND-DUCAL DE DEPOT

Nous HENRI, Grand-Duc de Luxembourg, Duc de Nassau,

Sur le rapport de Notre Ministre du Trésor et du Budget et après délibération du Gouvernement en Conseil;

Arrêtons:

Article unique.– Notre Ministre du Trésor et du Budget est autorisé à déposer en Notre nom à la Chambre des Députés le 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.

Cabasson, le 12 août 2003

Le Ministre du Trésor et du Budget,
Luc FRIEDEN

HENRI

*

EXPOSE DES MOTIFS

La titrisation connaît, depuis de nombreuses années, un succès important aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Plus récemment, l'Italie, la France et la Belgique se sont dotées des instruments juridiques nécessaires au développement de cette nouvelle technique financière, qui présente l'intérêt majeur de procurer aux banques et aux autres entreprises de nouvelles sources de financement.

Soucieux de promouvoir la modernisation permanente de notre législation dans le domaine financier, le gouvernement n'a pas voulu rester à l'écart de cette évolution et a décidé la création d'un cadre juridique propice au développement de la titrisation d'actifs à partir du Luxembourg.

Le présent projet a été préparé par le Comité pour le Développement de la Place Financière de Luxembourg avec le soutien des professeurs André Prüm (Université de Nancy 2) et Alain Couret (Université de Paris 1) du Laboratoire de Droit Economique du Centre de Recherche Public Gabriel-Lippmann.

D'un point de vue économique, la titrisation classique s'analyse en un (re)financement d'un ensemble de droits, le plus souvent d'un portefeuille de créances, isolées pour l'occasion dans une structure ad hoc, basé sur une estimation des flux financiers prévisionnels de ce portefeuille. L'opération entend tirer avantage du fait que le financement des créances elles-mêmes est considéré comme moins risqué que celui susceptible d'être accordé directement au titulaire de ces créances.

Ayant pour objet de „transformer" ce portefeuille de créances en titres, l'opération passe par l'isolement des actifs titrisés dans un „patrimoine" spécifique qui n'est exposé à d'autres dettes que celles liées directement à la détention ou au recouvrement des créances cédées. Dans tous les systèmes, le régime juridique de la titrisation est déterminé essentiellement par cet impératif et les conséquences qui en découlent.

Les règles posées tendent ainsi à garantir le caractère ferme et définitif du transfert des créances et à protéger les investisseurs contre toute réclamation du cédant même en cas de faillite de ce dernier, à leur reconnaître le bénéfice des sûretés attachées aux créances cédées ou encore à les prémunir contre une éventuelle déconfiture de la structure détenant les créances à leur profit. D'autres mesures visent à neutraliser les effets indirects induits par le transfert des créances, notamment ses incidences fiscales ou les contraintes liées à l'organisation et au contrôle des activités bancaires et financières.

Outre un rehaussement du crédit, la titrisation doit permettre au titulaire des créances de sortir celles-ci de son bilan, ce qui peut s'avérer particulièrement intéressant pour un établissement de crédit, tenu d'y allouer un certain niveau de fonds propres. Parmi les motifs du cédant, on cite toutes les raisons de réorganisation de l'actif, tels l'approvisionnement en liquidités, l'investissement en un nouveau portefeuille ou l'isolement dans une autre structure de la récupération des créances.

Ces objectifs communs à toutes les législations sur la titrisation ne doivent cependant pas masquer les différences sensibles existant d'un système juridique à l'autre dans les régimes de la titrisation.

Aux Etats-Unis, qui ont vu le marché émerger dès 1970, les montages juridiques se sont diversifiés tout en recourant habituellement à la constitution de „trusts" qui détiennent les actifs pour le compte des investisseurs. Les techniques juridiques utilisées semblent difficilement transposables dans nos systèmes en raison de leur spécificité. Mais, l'Europe n'est pas en manque de modèles. Ainsi, la législation française s'est dotée d'un cadre original, quoique quelque peu rigide, il y a une dizaine d'années. La voie était ouverte pour d'autres, comme l'Espagne, les Pays-Bas, l'Italie et la Belgique.

Au Luxembourg les opérations de titrisation se sont habituellement fondées jusqu'ici sur l'ancien règlement grand-ducal du 19 juillet 1983 relatif aux contrats fiduciaires des établissements de crédit. Au surplus, le législateur luxembourgeois a créé, par une loi du 21 novembre 1997, un instrument proche, mais différent de la titrisation: les banques d'émission de lettres de gage. Dans le cas des banques d'émission de lettres de gage, il s'agit d'organiser une activité de crédit spécifique refinancé par un recours à l'épargne publique, dans des conditions de sécurité optimale. L'intérêt de la titrisation apparaît en quelque sorte en amont pour des portefeuilles de créances déjà constitués. La titrisation, inspirée de la pratique américaine, et les banques d'émission de lettres de gage, issues de la tradition allemande, répondent ainsi à des besoins différents auxquels correspondent des techniques distinctes ce qui justifie de les envisager en tant qu'instruments complémentaires dans la panoplie des nouvelles techniques pour la place financière.

Malgré l'essor du marché de la titrisation, peu de législations européennes proposent aujourd'hui un cadre parfaitement sûr et accueillant. Même les législations les plus évoluées – essentiellement celles existant en Belgique, en France et en Italie – ne semblent pas encore répondre à toutes les attentes.

Le Luxembourg pourra sans doute tirer avantage de cette situation en faisant à la fois preuve de souplesse et d'ouverture vis-à-vis des promoteurs et de respect à l'égard des droits des investisseurs. A cette fin, il peut agir sur un certain nombre de questions essentielles:

I – Le domaine de la titrisation

Emergeant avec les créances hypothécaires, le marché de la titrisation s'est peu a peu étendu aux actifs les plus diversifiés. Comme en attestent les schémas d'évaluation des agences de notation, les opérations concernent aujourd'hui aussi bien des créances à court terme que des créances en germe, des créances commerciales que des crédits à la consommation, des créances assorties de garanties que des actifs à risques. Elles se sont, par ailleurs, étendues à d'autres types de biens, incorporels ou corporels, mobiliers et immobiliers. Enfin, la titrisation tend aussi à s'appliquer à des transferts purement économiques de risques, sans transmission d'actifs, ainsi qu'à la couverture d'activités dont la rentabilité reste incertaine („whole or partial business securitization").

Les cadres juridiques offerts à la titrisation restent souvent encore en retrait de cette évolution. Que ce soit en raison d'une interdiction formelle de titriser certains types de créances, de l'impossibilité de titriser d'autres actifs ou des risques liés à des engagements ou des activités ou de l'inadéquation des règles aux nouvelles formes de titrisation, les opérateurs se voient régulièrement contraints d'imaginer des montages de plus en plus sophistiqués, voire de délocaliser certaines opérations.

La loi luxembourgeoise doit ouvrir largement le domaine de la titrisation en permettant l'inclusion de risques liés à tous types de biens, à des engagements ou à des activités.

II – Les véhicules

Différents types de „véhicules" ou de „structures" peuvent servir à réunir les actifs sous-jacents en vue de leur transformation en titres et à les protéger efficacement contre les mésaventures de la société cédante, en particulier contre son éventuelle faillite. Les véhicules de titrisation doivent, en tout état de cause bénéficier d'une réelle autonomie patrimoniale („bankruptcy remoteness") et de l'indépendance nécessaire vis-à-vis des autres acteurs concernés (cédant, dépositaire, société de gestion …).

Il est proposé de suivre ici le modèle des OPC en prévoyant la possibilité de créer aussi bien des sociétés de titrisation que des fonds de titrisation, sans personnalité juridique, sur une base purement contractuelle.

Soumise au droit luxembourgeois des sociétés, la société de titrisation aura pour objet social l'acquisition d'actifs titrisables et l'émission de titres représentatifs de ces actifs. Le fonds de titrisation est constitué à l'instigation d'une société de gestion chargée de son administration et de sa gestion pour le compte des investisseurs et pourra fonctionner, soit sur le modèle de la fiducie, soit sur celui de la copropriété.

Afin de créer un système qui ne s'éloigne pas trop de celui mis en place par le législateur luxembourgeois pour les organismes de placement collectif, les règles de fonctionnement des organismes de titrisation sont largement inspirées des règles établies par la loi du 30 mars 1988, relayée par celle du 20 décembre 2002.

Le texte permet, en outre, aux différents organismes de titrisation de se diviser en plusieurs compartiments susceptibles d'accueillir des opérations distinctes émanant d'un même ou de plusieurs cédants. Les règles prévues à cet égard assurent une séparation claire et nette des actifs et passifs formant les compartiments afin de permettre des émissions de titres liés directement et exclusivement à l'un d'entre eux.

Finalement, quel que soit le type de véhicule utilisé, la loi doit donner quelques précisions essentielles sur le traitement comptable et fiscal des opérations de titrisation.

III – La prise en charge des risques

Si les techniques mises à profit pour réaliser le transfert des actifs de la société cédante (ou „originator") vers le véhicule chargé de leur transformation diffèrent selon les systèmes juridiques en cause, toutes poursuivent des objectifs identiques: l'acquisition par l'organisme de titrisation de la pleine propriété de ces actifs et de toutes les sûretés et garanties y attachées avec la possibilité corrélative pour le cédant de les sortir définitivement de son bilan. L'opération ne doit ni impliquer un formalisme trop contraignant, ni engendrer des frais trop importants.

Le droit pour la société cédante de sortir de son bilan les actifs cédés ne dépend évidemment pas tant du mode de transfert choisi par les parties que de sa qualification au regard des règles comptables et prudentielles qui lui sont applicables. Pour l'hypothèse d'une titrisation d'actifs détenus par des sociétés étrangères cette question relève nécessairement de la compétence de règles étrangères sur lesquelles le législateur luxembourgeois ne peut avoir d'influence.

Dans le but d'autoriser la titrisation de la plus grande variété de risques, la définition proposée de la titrisation se veut aussi compréhensive que possible afin de pouvoir s'appliquer à tous genres de biens, d'engagements et d'activités déployées par un tiers.

Pour les opérations classiques portant sur des portefeuilles de créances, le texte offre un cadre juridique souple et peu formaliste pour la cession des créances et le transfert concomitant et automatique des sûretés tout en assurant leur opposabilité vis-à-vis des tiers. Il convient cependant de ne pas perdre de vue que cette opposabilité peut échapper à la compétence de la loi luxembourgeoise. L'obligation posée par une loi étrangère de devoir notifier, le cas échéant, la cession au débiteur cédé ne doit pas pour autant être considérée comme un obstacle dirimant, ne serait-ce que parce que le cédant continue le plus souvent à s'occuper du recouvrement des créances pour le compte du cessionnaire et que les risques liés à l'inopposabilité temporaire, envisagés au niveau du portefeuille entier, demeurent le plus souvent limités.

IV – L'émission et le placement des titres

En contrepartie des actifs acquis, l'organisme de titrisation émet des titres représentatifs de ces actifs. Dans l'hypothèse d'une titrisation d'engagements ou d'activités, la valeur et le rendement des titres seront fonction des risques qu'ils recèlent. Les conditions d'émission et de remboursement de ces valeurs mobilières sont déterminées par les statuts, le règlement de gestion de l'organisme de titrisation ou par le contrat d'émission.

Les techniques les plus diverses sont utilisées pour assurer une certaine performance aux titres et permettre à l'opération de bénéficier d'une notation correcte. Les plus courantes consistent à surdimen-

sionner les actifs sous-jacents, à émettre des titres subordonnés et à rechercher l'engagement de tiers garants.

A l'instar des solutions retenues dans d'autres pays, en particulier en Belgique et en France, la législation luxembourgeoise devrait autoriser largement le rechargement de véhicules de titrisation tout en leur permettant de recourir à l'emprunt, voire à d'autres sources de financement. Un véhicule de titrisation peut trouver dans la possibilité de réémettre des titres de nombreux avantages. Outre le fait que de telles réémissions lui assurent une plus grande pérennité, ce qui réduira les coûts des opérations, le placement des titres sera facilité puisqu'il pourra être étalé dans le temps, leur volume pouvant être dimensionné en fonction des possibilités de placement. La possibilité d'ajuster en continu les évolutions de l'actif et du passif donne aux véhicules la souplesse nécessaire pour refinancer des portefeuilles de créances fluctuants, par exemple des encours de crédits permanents et peut, par ailleurs, leur permettre de constituer plusieurs compartiments de titres du même genre.

Le texte prévoit que les organismes de titrisation qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public doivent être spécialement agréés à cet effet. Eu égard à la nature d'une telle surveillance, elle est dévolue à la Commission de surveillance du Secteur Financier. Un contrôle préalable est effectué en vue d'obtenir un agrément et porte tant sur les statuts ou le règlement de gestion de l'organisme, que, le cas échéant, sur le choix de la société de gestion. Le contrôle exercé par la CSSF s'inspire de celui qu'elle exerce sur les organismes de placement collectif en vertu de la loi du 30 mars 1988.

Dans la panoplie de mesures mises en place pour assurer la sécurité des investisseurs, on doit aussi citer l'opportunité du compartimentage ou encore celle de renoncer à des mesures d'exécution („non recourse") et de mise en faillite („non petition") du véhicule. Dans ce domaine, où la renonciation de l'un des investisseurs est une protection pour l'autre, des solutions claires méritent assurément d'être retenues en ce qui concerne l'exercice des droits et obligations des investisseurs. A ce titre, il convient non seulement de préciser les responsabilités des différents intervenants, mais aussi de prévoir une organisation collective des investisseurs garantissant l'équilibre général des forces, notamment dans les situations les plus difficiles dans la vie de l'organisme. La loi définit à cet effet un cadre d'action original pour l'intervention de „représentants-fiduciaires" accomplissant les fonctions de „security trustees". A condition de bénéficier d'un agrément pour cette nouvelle activité, le représentant fiduciaire pourra agir avec les droits les plus étendus dans l'intérêt de la collectivité des investisseurs et des autres créanciers.

En définitive, le cadre juridique proposé se veut ainsi à la fois souple, sûr et respectueux de tous les intérêts en cause. Il offrira aux entreprises, luxembourgeoises comme étrangères, désireuses de réaliser une opération de titrisation une nouvelle voie pour accomplir celle-ci dans les conditions les plus attractives. Pour les investisseurs, les titrisations régies par le texte constitueront d'intéressantes opportunités d'investissement. Pour la place financière, le projet représente un nouvel atout sur un marché en pleine expansion.

*

TEXTE DU PROJET DE LOI

TITRE I

Définitions

Art. 1er.– (1) La „titrisation", au sens de la présente loi, est l'opération par laquelle un organisme de titrisation acquiert ou assume, directement ou par l'intermédiaire d'un autre organisme, les risques liés à des créances, à d'autres biens, ou à des engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers en émettant des valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement dépendent de ces risques.

(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.

TITRE II

Les organismes de titrisation

Chapitre 1 – *Les sociétés et les fonds de titrisation*

Art. 2.– Les organismes de titrisation peuvent être constitués sous la forme d'une société ou d'un fonds géré par une société de gestion.

Art. 3.– La présente loi s'applique aux seuls organismes de titrisation situés au Luxembourg. Sont situés au Luxembourg, au regard de la présente loi, les sociétés de titrisation qui y ont leur siège statutaire ainsi que les fonds de titrisation dont la société de gestion a son siège statutaire au Luxembourg.

Section 1 – Les sociétés de titrisation

Art. 4.– (1) Les sociétés de titrisation doivent prendre la forme d'une société anonyme, d'une société en commandite par actions, d'une société à responsabilité limitée ou d'une société coopérative organisée comme une société anonyme.

(2) L'article 137 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales n'est pas applicable aux sociétés de titrisation constituées sous la forme d'une société coopérative organisée comme une société anonyme.

Art. 5.– Les statuts d'une société de titrisation peuvent habiliter le conseil d'administration à créer un ou plusieurs compartiments correspondant chacun à une partie distincte de son patrimoine.

Section 2 – Les fonds de titrisation et leurs sociétés de gestion

Sous-section 1 – Les fonds de titrisation

Art. 6.– (1) Les fonds de titrisation sont formés d'une ou de plusieurs copropriétés ou d'un ou de plusieurs patrimoines fiduciaires.

(2) Les fonds de titrisation n'ont pas la personnalité morale. Ils sont gérés par une société de gestion.

(3) Les fonds de titrisation consistant en un ou plusieurs patrimoines fiduciaires sont soumis à la législation sur le trust et les contrats fiduciaires.

(4) Les dispositions du code civil relatives à l'indivision ne s'appliquent pas aux fonds de titrisation.

Art. 7.– (1) Les droits des investisseurs sur le fonds, qu'ils interviennent en qualité de copropriétaires ou de fiduciants, sont représentés par des valeurs mobilières émises conformément au règlement de gestion.

(2) La propriété des titres nominatifs s'établit par une inscription sur le registre tenu à cette fin par la société de gestion. Leur cession s'opère par une déclaration de transfert inscrite sur ce registre, datée et signée par le cédant et le cessionnaire ou établie conformément au règlement de gestion du fonds. La cession des titres au porteur s'opère par simple tradition.

(3) Le règlement de gestion peut également autoriser la société de gestion à émettre des valeurs mobilières dématérialisées représentées par une inscription en compte auprès de la société de gestion ou d'un professionnel agréé du secteur financier agissant pour elle.

Art. 8.– A condition que son règlement de gestion le prévoie, un fonds de titrisation peut consister en plusieurs compartiments correspondant chacun à une copropriété ou un patrimoine fiduciaire distincts.

Art. 9.– Des titres de créance peuvent être émis à la charge d'un fonds de titrisation ou de l'un de ses compartiments.

Art. 10.– (1) Le règlement de gestion du fonds de titrisation contient au moins les indications suivantes:

– la dénomination, l'objet et la durée limitée ou illimitée du fonds de titrisation,
– la dénomination de la société de gestion,
– les règles particulières d'administration et de gestion qui lui sont applicables,
– la possibilité pour les fonds de titrisation de comporter plusieurs compartiments,
– les cas dans lesquels le fonds ou l'un de ses compartiments se trouve ou peut être placé en état de liquidation,
– les droits et obligations respectifs de la société de gestion et, le cas échéant, des investisseurs,
– les règles de prise en charge des risques et/ou d'émission des valeurs mobilières,
– les procédures de modification du règlement de gestion.

(2) Les fonds de titrisation composés de plusieurs compartiments peuvent arrêter par un règlement de gestion distinct les caractéristiques et les règles applicables à chaque compartiment.

(3) Le règlement de gestion ainsi que ses modifications ultérieures doivent être déposés auprès du Registre de commerce et des sociétés, conformément aux dispositions de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales.

(4) Les clauses de ce règlement sont considérées comme acceptées par les investisseurs du fonds de titrisation du fait même de l'acquisition de valeurs mobilières émises par le fonds.

Art. 11.– Sous réserve de l'article 62 les investisseurs dans un fonds de titrisation ne sont tenus des dettes du fonds de titrisation qu'à concurrence de l'actif du fonds et au prorata de leur participation.

Art. 12.– Le fonds de titrisation ne répond que des obligations mises expressément à sa charge par son règlement de gestion ou souscrites en conformité avec ce dernier. Il ne répond pas des dettes de la société de gestion ou des investisseurs.

Art. 13.– (1) La mise en liquidation d'un fonds de titrisation est publiée dans un délai de quinze jours par les soins de la société de gestion. Cette publication se fait par l'insertion au Mémorial, Recueil des Sociétés et Associations, et dans au moins deux journaux à diffusion adéquate, l'un de ces journaux étant nécessairement luxembourgeois.

(2) Dès la mise en liquidation du fonds de titrisation, et sous peine de nullité, l'émission de toute valeur mobilière est interdite sauf pour les besoins de la liquidation.

(3) Sous réserve du paragraphe précédent, la liquidation n'est opposable aux tiers qu'à partir du jour de sa publication au Mémorial, sauf si le fonds de titrisation prouve que ces tiers en avaient connaissance antérieurement. Les tiers peuvent néanmoins se prévaloir de la liquidation non encore publiée.

Sous-section 2 – Les sociétés de gestion

Art. 14.– La société de gestion est une société commerciale ayant pour objet de gérer des fonds de titrisation et, le cas échéant, d'agir en qualité de fiduciaire des fonds constitués sous la forme d'un ou de plusieurs patrimoines fiduciaires.

Art. 15.– (1) La société de gestion établit le règlement de gestion du fonds de titrisation.

(2) Sous réserve des pouvoirs confiés à un représentant-fiduciaire, elle agit pour le compte du fonds de titrisation et de ses investisseurs à l'égard des tiers, et dans toute action en justice, tant en demande qu'en défense, sans avoir à révéler l'identité des investisseurs, la seule indication que la société de gestion intervient ès qualités étant suffisante. Tant qu'ils sont représentés, les investisseurs ne peuvent plus exercer individuellement les actions relevant de la compétence de la société de gestion.

Art. 16.– La société de gestion doit accomplir sa mission de façon indépendante et dans l'intérêt exclusif du fonds de titrisation et des investisseurs. Elle ne peut pas utiliser les actifs du fonds de titrisa-

tion pour ses besoins propres et répond envers les investisseurs et les tiers de la bonne exécution de sa mission.

Art. 17.– Les créanciers de la société de gestion ou des investisseurs n'ont pas de recours sur les actifs du fonds de titrisation.

Art. 18.– Les fonctions de la société de gestion à l'égard du fonds de titrisation prennent fin:

– en cas de démission ou de révocation de la société de gestion, à la condition qu'elle soit remplacée par une autre société de gestion, le cas échéant agréée conformément à la présente loi;
– lorsque la société de gestion a été déclarée en faillite, admise au bénéfice du concordat, du sursis de paiement, de la gestion contrôlée ou d'une mesure analogue ou mise en liquidation;
– lorsque la Commission de surveillance du Secteur Financier retire son agrément à la société de gestion;
– dans tous les autres cas prévus par le règlement de gestion.

Chapitre 2 – *Les organismes de titrisation agréés*

Section 1 – Obligation et conditions d'agrément

Art. 19.– Les organismes de titrisation qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public („organismes de titrisation agréés") doivent être agréés par la Commission de surveillance du Secteur Financier (ci-après, la „CSSF") pour exercer leurs activités.

Art. 20.– (1) Un organisme de titrisation n'est agréé que si la CSSF approuve les statuts ou le règlement de gestion de l'organisme de titrisation et agrée, le cas échéant, sa société de gestion. Les sociétés de titrisation et les sociétés de gestion des fonds de titrisation doivent disposer d'une organisation et de moyens adéquats pour l'exercice de leur activité et la surveillance par la CSSF.

(2) Les membres des organes d'administration, de gestion et de surveillance d'une société de titrisation ou d'une société de gestion d'un organisme de titrisation agréé ainsi que leurs actionnaires et les associés, directs ou indirects, en mesure d'exercer une influence significative sur la conduite des affaires d'une telle société doivent avoir l'honorabilité ainsi que l'expérience ou les moyens requis pour l'exercice de leurs fonctions. A cette fin l'identité de ces personnes, ainsi que tout remplacement, doivent être notifiés immédiatement à la CSSF.

(3) Toute modification du contrôle de la société de titrisation ou de la société de gestion, tout remplacement de la société de gestion ainsi que toute modification du règlement de gestion ou des statuts sont soumis à l'approbation préalable de la CSSF.

Art. 21.– (1) Les organismes de titrisation agréés sont inscrits par la CSSF sur une liste. Cette inscription vaut agrément et est notifiée à l'organisme de titrisation. La liste ainsi que les modifications qui y sont apportées sont publiées par les soins de la CSSF.

(2) L'inscription et le maintien sur la liste visée au paragraphe ci-dessus, sont soumis à la condition que soient respectées toutes les dispositions législatives, réglementaires et conventionnelles qui régissent l'organisme de titrisation, le fonctionnement de ses organes et la distribution, le placement ou la vente des valeurs mobilières qu'il émet.

(3) Le fait qu'un organisme de titrisation soit inscrit sur la liste visée à l'article précédent ne doit en aucun cas et sous quelque forme que ce soit, être présenté comme une appréciation positive faite par la CSSF de la qualité des valeurs mobilières émises par celui-ci.

Section 2 – Surveillance des organismes agréés

Art. 22.– Les organismes de titrisation agréés doivent confier la garde de leurs avoirs liquides et de leurs valeurs mobilières à un établissement de crédit établi ou ayant son siège statutaire au Luxembourg.

Art. 23.– (1) Les organismes de titrisation agréés sont surveillés par la CSSF qui s'assure en particulier qu'ils respectent la législation ainsi que leurs obligations.

(2) La CSSF assure sa mission jusqu'à la clôture de la liquidation de l'organisme de titrisation.

Art. 24.– (1) La CSSF peut demander aux organismes de titrisation agréés un état périodique de leurs actifs et passifs et de leurs résultats.

(2) Elle peut se faire communiquer toute information ou procéder à des enquêtes sur place et prendre connaissance de tous les documents d'une société de titrisation, d'une société de gestion ou d'un établissement de crédit chargé de conserver les actifs d'un organisme de titrisation agréé, relatifs à l'organisation, à l'administration, à la gestion, au fonctionnement et aux opérations de cet organisme ainsi qu'à l'évaluation et à la rentabilité des actifs en vue de vérifier le respect des dispositions de la présente loi et des règles fixées par le règlement de gestion ou les statuts de l'organisme de titrisation et les contrats d'émission de valeurs mobilières ainsi que l'exactitude des informations qui lui sont communiquées.

Art. 25.– (1) Si la CSSF constate qu'un organisme de titrisation agréé n'observe pas les dispositions de la présente loi, du règlement de gestion, des statuts ou des contrats d'émission de valeurs mobilières ou que les droits attachés aux valeurs mobilières émises par celui-ci risquent d'être compromis, elle peut mettre l'organisme de titrisation en demeure de remédier à la situation constatée dans le délai qu'elle fixe.

(2) S'il n'est pas donné suite à cette mise en demeure, elle peut:

– rendre publique sa position quant aux constatations faites en vertu du paragraphe 1;
– interdire toute émission de valeurs mobilières;
– demander la suspension de la cotation des valeurs mobilières émises par l'organisme de titrisation;
– demander au magistrat présidant la chambre du tribunal d'arrondissement siégeant en matière commerciale de désigner un administrateur provisoire pour l'organisme de titrisation;
– révoquer son agrément.

Art. 26.– Lorsqu'un organisme de titrisation agréé ou sa société de gestion ne publient pas sa mise en liquidation conformément à l'article 13, cette publication est entreprise par la CSSF, aux frais de l'organisme de titrisation.

Section 3 – Décisions de la CSSF

Art. 27.– (1) Les décisions de la CSSF prises en exécution de la présente loi sont motivées, et sauf péril en la demeure, interviennent après instruction contradictoire. Elles sont notifiées par lettre recommandée ou signifiées par voie d'huissier.

(2) Les décisions prises par la CSSF peuvent être déférées au tribunal administratif. Le recours doit être introduit sous peine de forclusion dans le délai d'un mois à partir de la notification de la décision attaquée. Il est dispensé de tous droits de timbre et d'enregistrement. Le tribunal administratif statue comme juge du fond.

Art. 28.– La décision de la CSSF portant retrait de la liste prévue à l'article 21 d'un organisme de titrisation entraîne de plein droit, à partir de sa notification à l'organisme concerné et à charge de celui-ci, jusqu'au jour où la décision sera devenue définitive, le sursis à tout paiement par cet organisme et interdiction sous peine de nullité de procéder à tous actes autres que conservatoires, sauf autorisation du commissaire de surveillance.

Art. 29.– (1) La CSSF exerce de plein droit la fonction de commissaire de surveillance, à moins qu'à sa requête, le tribunal d'arrondissement siégeant en matière commerciale en nomme un ou plusieurs autres.

(2) La requête motivée, appuyée des documents justificatifs est déposée à cet effet au greffe du tribunal dans l'arrondissement duquel l'organisme a son siège statutaire. Le tribunal statue à bref délai. S'il

s'estime suffisamment renseigné, il prononce immédiatement en audience publique sans entendre les parties. S'il l'estime nécessaire, il convoque les parties au plus tard dans les trois jours du dépôt de la requête, par les soins du greffier. Il entend les parties en chambre du conseil et prononce en audience publique.

(3) Le tribunal arbitre les frais et honoraires des commissaires de surveillance; il peut leur allouer des avances.

Art. 30.– (1) A peine de nullité, l'autorisation écrite des commissaires de surveillance est requise pour tous les actes et décisions de l'organisme. Le tribunal peut toutefois limiter le champ des opérations soumises à l'autorisation.

(2) Les commissaires peuvent soumettre à la délibération des organes sociaux toutes propositions qu'ils jugent opportunes. Ils peuvent assister aux délibérations des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'organisme.

Art. 31.– (1) Le jugement prévu par le paragraphe (1) de l'article 39 de la présente loi met fin aux fonctions du commissaire de surveillance qui devra, dans le mois à compter de son remplacement, faire rapport aux liquidateurs nommés par le jugement sur l'emploi des valeurs de l'organisme et leur soumettre les comptes et pièces à l'appui.

(2) Lorsque la décision de retrait est réformée par le tribunal, le commissaire de surveillance est réputé démissionnaire.

Chapitre 3 – *La liquidation des organismes de titrisation*

Section 1 – Dispositions communes aux organismes de titrisation agréés et non agréés

Art. 32.– Les organismes de titrisation sont, après leur dissolution, réputés exister pour les besoins de leur liquidation. Tous les documents émanant d'un organisme de titrisation en liquidation mentionnent cet état.

Art. 33.– Chaque compartiment d'un organisme de titrisation peut être liquidé séparément sans qu'une telle liquidation ait pour effet d'entraîner la liquidation d'un autre compartiment.

Art. 34.– Le liquidateur peut intenter et soutenir toutes actions pour l'organisme de titrisation, recevoir tous paiements, donner mainlevée avec ou sans quittance, réaliser tous les actifs de l'organisme et en faire le réemploi, créer ou endosser tous effets de commerce, transiger ou compromettre sur toutes contestations.

Art. 35.– Les sommes et valeurs revenant à des investisseurs qui ne se sont pas présentés lors de la clôture des opérations de liquidation sont déposées à la Caisse de Consignation au profit de qui il appartiendra.

Art. 36.– (1) Les liquidateurs sont responsables tant envers les tiers qu'envers l'organisme de titrisation de l'exécution de leur mandat et des fautes commises dans leur gestion.

(2) Les actions en responsabilité contre les liquidateurs se prescrivent par cinq ans à partir de ces faits ou, s'ils ont été celés par dol, à partir de la découverte de ces faits.

Section 2 – Dispositions particulières aux organismes de titrisation agréés

Sous-section 1 – Liquidation volontaire des organismes agréés

Art. 37.– Le liquidateur d'un organisme de titrisation agréé doit présenter toutes les garanties d'honorabilité et de qualification professionnelles et être agréé par la CSSF.

Art. 38.– Durant la procédure de liquidation, les organismes de titrisation agréés restent soumis à la surveillance de la CSSF.

Sous-section 2 – Liquidation forcée des organismes agréés

Art. 39.– (1) Le tribunal d'arrondissement siégeant en matière commerciale prononce sur la demande du procureur d'Etat, agissant d'office ou à la requête de la CSSF, la dissolution et la liquidation des organismes de titrisation agréés, dont l'inscription à la liste prévue à l'article 21 aura été définitivement refusée ou retirée.

(2) En ordonnant la liquidation, le tribunal nomme un juge-commissaire ainsi qu'un ou plusieurs liquidateurs

(3) Le tribunal arrête le mode de liquidation. Il peut rendre applicables dans la mesure qu'il détermine les règles régissant la liquidation de la faillite. Le mode de liquidation peut être modifié par décision ultérieure, soit d'office, soit sur requête du ou des liquidateurs.

(4) Le jugement prononçant la dissolution et ordonnant la liquidation est exécutoire par provision.

(5) Les décisions judiciaires prononçant la dissolution et ordonnant la liquidation d'un organisme de titrisation sont publiées au Mémorial et dans deux journaux à diffusion adéquate dont au moins un journal luxembourgeois, désignés par le tribunal. Ces publications sont faites à la diligence du liquidateur.

Art. 40.– A partir du jugement, toutes actions mobilières ou immobilières, toutes voies d'exécution sur les meubles ou les immeubles ne pourront être suivies, intentées ou exercées que contre le liquidateur. Le jugement de mise en liquidation arrête toutes saisies, à la requête des créanciers chirographaires et non privilégiés sur les meubles et immeubles.

Art. 41.– Le liquidateur ne peut constituer des sûretés sur les biens de l'organisme de titrisation ou les donner en garantie qu'avec l'autorisation du tribunal. Le tribunal peut donner cette autorisation au liquidateur à tout moment de la procédure de liquidation pour tout ou partie des biens de l'organisme de titrisation.

Art. 42.– Après le paiement ou la consignation des sommes nécessaires au paiement des dettes, le liquidateur distribue aux investisseurs les sommes ou valeurs qui leur reviennent.

Art. 43.– Le tribunal peut à tout moment demander au liquidateur de lui faire rapport sur l'état de la liquidation. Il arbitre les frais et honoraires des liquidateurs et peut leur allouer des avances.

Art. 44.– En cas d'absence ou d'insuffisance d'actif, constatée par le juge-commissaire, les actes de procédure sont exempts de tous droits de greffe et d'enregistrement et les frais et honoraires du liquidateur sont à charge du Trésor et liquidés comme frais judiciaires.

Art. 45.– (1) Lorsque la liquidation est terminée, le liquidateur fait rapport au tribunal sur l'emploi des valeurs de l'organisme et soumet les comptes et pièces à l'appui.

(2) Le tribunal nomme un ou plusieurs réviseurs d'entreprises pour examiner les documents. Il statue, après le rapport du réviseur, sur la gestion du liquidateur et sur la clôture de la liquidation.

(3) Sa décision est publiée conformément à l'article 39 ci-dessus et comprend, en outre:

– l'indication de l'endroit désigné par le tribunal où les livres et documents sociaux doivent être déposés pendant cinq ans au moins;
– l'indication des mesures prises conformément à l'article 35 en vue de la consignation des sommes et valeurs revenant aux créanciers et aux investisseurs dont la remise n'a pu leur être faite.

Art. 46.– Les actions contre les liquidateurs, pris en cette qualité, se prescrivent par cinq ans à partir de la publication de la clôture des opérations de liquidation.

Chapitre 4 – *Les comptes, la révision des comptes et la fiscalité applicable aux organismes de titrisation*

Art. 47.– Les sociétés de titrisation doivent respecter les prescriptions de la section XIII de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales et, à compter du 1er janvier 2005, celles des chapi-

tres II et IV du titre II 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. Leurs rapports de gestion doivent contenir toute information significative relative à leur situation patrimoniale susceptible d'affecter les droits des investisseurs.

Art. 48.– (1) Les comptes d'un organisme de titrisation sont contrôlés par un ou plusieurs réviseurs d'entreprises désignés, selon le cas, par l'organe d'administration de la société de titrisation ou par la société de gestion du fonds de titrisation.

(2) Les réviseurs d'un organisme de titrisation agréé doivent être agréés par la CSSF.

(3) Les réviseurs chargés de contrôler les comptes d'un organisme de titrisation signalent aux dirigeants de la société de titrisation ou de la société de gestion et, s'agissant des organismes de titrisation agréés, également à la CSSF et le cas échéant au représentant des investisseurs les irrégularités et inexactitudes qu'ils relèvent dans l'accomplissement de leur mission.

Art. 49.– L'institution des commissaires prévue par la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales est supprimée pour les sociétés de titrisation luxembourgeoises.

Art. 50.– Les fonds de titrisation sont soumis au régime comptable et fiscal des fonds communs de placement, tel qu'il résulte des lois du 30 mars 1988 et du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif, à l'exception de la taxe d'abonnement qui n'est pas due.

Art. 51.– (1) Par dérogation à la loi du 29 décembre 1971 concernant l'impôt frappant les rassemblements de capitaux dans les sociétés civiles et commerciales et portant révision de certaines dispositions législatives régissant la perception des droits d'enregistrement, le droit sur les apports lors de la constitution d'un organisme régi par la présente loi, ou ultérieurement, notamment lors d'apports nouveaux, lors de la transformation d'un organisme régi par la présente loi en un autre organisme régi par la présente loi, et lors de la fusion d'organismes régis par la présente loi, peut être liquidé à un droit fixe dont le montant sera déterminé pour chaque type d'opération imposable. Les modalités et le montant du droit fixe sont déterminés par règlement grand-ducal sans que ce montant ne puisse dépasser mille deux cent cinquante euros.

(2) Le droit sur les apports faits postérieurement à leur constitution à des sociétés de titrisation n'est dû que dans la mesure où le montant du fonds social nouveau excède celui qui a été imposé précédemment.

Art. 52.– L'article 44 paragraphe 1 sous d) de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée est complété par l'ajout des mots suivants: „ainsi que d'organismes de titrisation situés au Luxembourg;".

TITRE III

Les risques titrisés

Chapitre 1 – *La prise en charge des risques*

Art. 53.– (1) Sont susceptibles de faire l'objet d'une titrisation, les risques liés à la détention de tous biens, mobiliers ou immobiliers, corporels ou incorporels ainsi que ceux résultant d'engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers.

(2) L'organisme de titrisation peut prendre en charge ces risques en acquérant les biens, en garantissant les engagements ou en s'obligeant de toute autre manière.

(3) Les opérations de titrisation régies par la présente loi ne constituent pas des activités soumises à la loi du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances.

Art. 54.– Les organismes de titrisation peuvent acquérir et, sous les conditions de l'article 61 ci-après, transférer des créances et d'autres biens, existants ou futurs, en une ou plusieurs fois ou de façon continue.

Art. 55.– (1) La cession d'une créance existante à un organisme de titrisation ou par celui-ci prend effet entre parties et devient opposable aux tiers au moment de l'accord de cession, sauf stipulation contraire de celui-ci.

(2) Une créance future qui naîtra d'un contrat actuel ou futur peut être cédée à un organisme de titrisation ou par celui-ci à condition qu'elle puisse être identifiée comme faisant partie de la cession au moment où elle viendra à exister ou à tout autre moment convenu entre les parties.

(3) La cession d'une créance future est subordonnée à sa naissance, mais, lorsque celle-ci survient, elle prend effet entre parties et devient opposable aux tiers dès le moment de l'accord de cession, sauf stipulation contraire de celui-ci, et ce nonobstant l'ouverture d'une faillite ou de toute autre procédure collective à l'encontre du cédant avant sa naissance.

Art. 56.– (1) La créance cédée à un organisme de titrisation entre dans son patrimoine dès que la cession devient effective, nonobstant tout engagement pris par l'organisme de titrisation de la recéder ultérieurement. La cession n'est pas susceptible d'être requalifiée en raison d'un tel engagement.

(2) La cession à un organisme de titrisation ou par celui-ci entraîne, sauf convention contraire, le transfert des garanties et des sûretés garantissant cette créance et son opposabilité de plein droit aux tiers, sans autres formalités.

(3) Le débiteur cédé peut se libérer valablement entre les mains du cédant tant qu'il n'a pas eu connaissance de la cession.

(4) L'article 1699 du code civil n'est pas applicable aux créances cédées à un organisme de titrisation.

Art. 57.– La cession interdite par le contrat dont est issue la créance cédée ou qui n'y est pas conforme pour d'autres raisons est inopposable au débiteur cédé à moins que

– celui-ci y ait consenti,
– le cessionnaire ait ignoré la non-conformité ou n'ait pas dû la connaître,
– la cession concerne une créance de somme d'argent.

Art. 58.– La loi qui régit la créance cédée détermine le caractère cessible de celle-ci, les rapports entre cessionnaire et débiteur, les conditions d'opposabilité de la cession au débiteur et le caractère libératoire de la prestation faite par le débiteur.

La loi de l'Etat dans lequel est situé le cédant régit les conditions d'opposabilité de la cession aux tiers.

Art. 59.– Les statuts, le règlement de gestion de l'organisme de titrisation, une convention de cession ou toute autre convention peuvent accorder au cédant un droit sur tout ou partie des actifs de l'organisme de titrisation disponibles après le paiement de tous les autres créanciers.

Chapitre 2 – *La gestion des risques*

Art. 60.– L'organisme de titrisation peut charger le cédant ou un tiers du recouvrement des créances qu'il détient ainsi que de toutes autres tâches relatives à leur gestion, sans que ceux-ci soient tenus de requérir un agrément au titre de la législation relative au secteur financier.

Art. 61.– (1) Un organisme de titrisation n'est autorisé à céder ses biens que selon les modalités prévues par ses statuts ou son règlement de gestion.

(2) Au cas où le cédant ou le tiers chargé du recouvrement des créances est soumis à une procédure collective, telle une faillite, une gestion contrôlée, une liquidation judiciaire ou toute autre procédure instaurant un concours entre ses créanciers, l'organisme de titrisation est en droit de réclamer les sommes encaissées pour son compte avant l'ouverture de cette procédure en échappant à tout concours avec les autres créanciers et nonobstant les prétentions du curateur de faillite, du commissaire à la gestion contrôlée ou du liquidateur.

(3) Il ne peut constituer de sûreté ou donner en garantie, de quelque manière que ce soit, ses biens qu'en couverture des engagements qu'il a souscrits en vue de réaliser leur titrisation ou en faveur de ses investisseurs, de leur représentant-fiduciaire ou de l'organisme d'émission participant à la titrisation. Les sûretés et garanties constituées en violation du présent article sont nulles de plein droit.

(4) Sauf stipulation contraire, les sûretés et garanties s'étendent de plein droit aux revenus des biens cédés ou affectés de la sûreté, aux fonds reçus en paiement et aux biens dans lesquels ils sont investis. Sans préjudice de la loi du 1er août 2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie, l'article 445 paragraphe 4 du code de commerce ne s'applique pas à la sûreté constituée au plus tard au moment de l'émission des valeurs mobilières ou de la conclusion de contrats garantis nonobstant son extension à de nouveaux biens ou créances en conformité avec le présent article et la convention constituant la sûreté.

(5) Les bénéficiaires d'un nantissement portant sur des créances sont mis en possession de celles-ci par la convention de garantie ou de nantissement. Les débiteurs des créances nanties peuvent cependant se libérer valablement entre les mains de l'organisme de titrisation tant qu'ils n'ont pas eu connaissance du nantissement.

TITRE IV

Les investisseurs et les créanciers

Chapitre 1 – *Les droits des investisseurs et des créanciers*

Art. 62.– (1) Les droits des investisseurs et des créanciers sont limités aux actifs de l'organisme de titrisation. Lorsqu'ils sont relatifs à un compartiment ou nés à l'occasion de la constitution, du fonctionnement ou de la liquidation d'un compartiment ils sont limités aux actifs de ce compartiment.

(2) Les actifs d'un compartiment répondent exclusivement des droits des investisseurs relatifs à ce compartiment et ceux des créanciers dont la créance est née à l'occasion de la constitution, du fonctionnement ou de la liquidation de ce compartiment.

(3) Dans les relations entre investisseurs, chaque compartiment est traité comme une entité à part, sauf clause contraire des documents constitutifs.

Art. 63.– (1) A condition que les statuts, le règlement de gestion ou le contrat d'émission le prévoient, un organisme de titrisation peut émettre des valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement sont fonction de compartiments, d'actifs ou de risques déterminés ou dont le remboursement est subordonné au remboursement d'autres titres, de certaines créances ou de certaines catégories d'actions. En présence d'un organisme d'acquisition distinct de l'organisme d'émission, la valeur, le rendement et les conditions de remboursement peuvent également dépendre des actifs et des dettes de l'organisme d'acquisition.

(2) Nonobstant toute stipulation contraire, le droit de vote attaché aux actions de valeur inégale est proportionnel à la quotité du capital que représentent ces actions. Celui attaché aux obligations et autres titres de créance est toujours proportionnel à la quotité du montant de l'emprunt qu'elles représentent.

Art. 64.– (1) Les statuts, le règlement de gestion d'un organisme de titrisation ainsi que tout contrat conclu par l'organisme de titrisation peuvent contenir des clauses par lesquelles des investisseurs et des créanciers acceptent de subordonner l'exigibilité ou le recouvrement de leurs droits au paiement d'autres investisseurs ou créanciers ou s'engagent à ne pas saisir les biens de l'organisme de titrisation

ni, le cas échéant, de l'organisme d'acquisition ou d'émission et à ne pas les assigner en faillite ou requérir à leur encontre l'ouverture de toute autre procédure collective ou d'assainissement.

(2) Les poursuites engagées en violation de telles clauses sont irrecevables.

Art. 65.– (1) Les conditions d'émission et de remboursement des valeurs mobilières émises par un organisme de titrisation s'imposent à ce dernier ainsi qu'aux investisseurs et sont opposables à toute autre personne y compris en cas de liquidation d'un ou plusieurs compartiments, de faillite et plus généralement de toute situation de concours entre ses créanciers, sous réserve de ne pas porter atteinte aux droits des créanciers qui n'y ont pas consenti.

(2) Il en va de même des conditions particulières acceptées par des créanciers pour le paiement de leurs créances.

Art. 66.– (1) Sous réserve de l'article 70, les articles 86 à 97 de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales sont applicables aux porteurs de tous titres de créance émis par un organisme de titrisation. Les contrats d'émission de tels titres peuvent cependant déroger à ces dispositions.

(2) En cas d'émission de titres de créance par un fonds de titrisation, la société de gestion du fonds exerce les droits et assume les obligations qui appartiennent à la société émettrice ou à son conseil d'administration en vertu des articles 86 à 95 de la loi précitée.

Chapitre 2 – *Les représentants-fiduciaires*

Section 1 – Droits et pouvoirs des représentants-fiduciaires

Art. 67.– Les investisseurs et les créanciers d'un organisme de titrisation peuvent confier la gestion de leurs intérêts à un ou plusieurs représentants-fiduciaires. La présente loi s'applique aux seuls représentants-fiduciaires dont le siège statutaire est au Luxembourg.

Art. 68.– (1) L'acte par lequel un représentant-fiduciaire accepte sa mission doit préciser ses droits et ses pouvoirs, en particulier de représentation, désigner les groupes d'investisseurs ou de créanciers pour le compte desquels il intervient et prévoir une procédure pour pourvoir à son remplacement.

(2) Cet acte engage, sans autre formalité, tous les investisseurs et créanciers qui ont accepté le représentant-fiduciaire. La souscription ou l'acquisition d'une valeur mobilière d'un organisme de titrisation, désignant un représentant-fiduciaire, vaut acceptation de celui-ci et de sa mission.

Art. 69.– (1) Sauf disposition contraire, les investisseurs et les créanciers, qui ont nommé un représentant-fiduciaire, sont représentés par celui-ci dans toutes leurs relations avec l'organisme de titrisation et les tiers liés à la titrisation. Tant qu'ils sont représentés, ils ne peuvent plus exercer individuellement les droits dont ils ont confié la gestion au représentant-fiduciaire.

(2) Dans la limite des pouvoirs que les investisseurs et les créanciers lui ont confiés, le représentant-fiduciaire peut intenter pour leur compte toutes actions et défendre leurs intérêts, y compris en justice, sans avoir à révéler leur identité, la seule indication qu'il intervient ès qualités étant suffisante.

Art. 70.– (1) Lorsqu'un organisme de titrisation émet des titres de créances, il peut confier à un représentant-fiduciaire les fonctions de représentant de la masse des porteurs de ces titres en définissant librement ses pouvoirs, nonobstant l'article 88 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales.

(2) Les articles 86 à 97 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales ne sont applicables à l'émission que pour autant que le contrat d'émission ou l'acte de nomination du représentant-fiduciaire n'y dérogent pas.

Art. 71.– (1) Le représentant-fiduciaire peut également se voir reconnaître par des investisseurs et des créanciers le pouvoir d'agir dans leur intérêt en qualité de fiduciaire, conformément à la législation

sur les trusts et les contrats fiduciaires. Les droits et les biens qu'il acquiert au bénéfice des investisseurs et des créanciers forment un patrimoine fiduciaire distinct du sien, comme de tout autre patrimoine fiduciaire dont il serait titulaire.

(2) Le représentant-fiduciaire peut notamment, en cette qualité, accepter, prendre, détenir et exercer toutes sûretés et garanties et recevoir tous paiements destinés aux investisseurs et aux créanciers qui lui ont conféré ce pouvoir, comme s'il était lui-même titulaire des créances de ces derniers, tous paiements faits entre ses mains étant libératoires pour le débiteur. Les articles 445, 446, 447 alinéa 2 et 448 du code de commerce ne sont pas applicables à ces sûretés, garanties ou paiements.

Art. 72.– L'organisme de titrisation peint céder au représentant-fiduciaire, sous les modalités convenues avec lui, tout ou partie des droits et actions nées d'un contrat conclu avec un tiers. La cession est opposable au cocontractant ainsi qu'à tous les autres tiers dès sa conclusion et n'est pas susceptible d'être remise en cause sur le fondement des articles 445, 446, 447 alinéa 2 et 448 du code de commerce. Le cocontractant peut cependant se libérer valablement de toutes dettes entre les mains de l'organisme cédant, tant qu'il n'a pas eu connaissance de la cession.

Art. 73.– Le représentant-fiduciaire qui se substitue un tiers pour exercer les droits et actions qui lui ont été cédés ne répond des dommages causés par celui-ci qu'à condition qu'il n'ait pas reçu le pouvoir de se substituer quelqu'un ou qu'il ait fait le choix d'une personne notoirement incapable ou insolvable. L'organisme cédant et, nonobstant leur représentation par le représentant-fiduciaire, les investisseurs et les créanciers peuvent agir directement contre la personne que celui-ci s'est substituée.

Art. 74.– Les statuts ou le règlement intérieur d'un organisme de titrisation peuvent permettre à un représentant-fiduciaire de demander en justice, pour motifs graves, le remplacement, provisoire ou définitif, de ses organes d'administration, de ceux, le cas échéant, de la société de gestion comme de celle-ci elle-même.

Art. 75.– En cas de liquidation volontaire ou forcée d'un organisme de titrisation ou de l'un de ses compartiments et sauf disposition contraire dans l'acte de nomination, le représentant-fiduciaire exerce les fonctions de liquidateur pour le compte des investisseurs et des créanciers qui l'ont nommé.

Art. 76.– A défaut de disposition contraire dans l'acte de nomination, la responsabilité d'un représentant-fiduciaire vis-à-vis des investisseurs et des créanciers pour le compte desquels il intervient s'apprécie comme celle d'un mandataire salarié.

Art. 77.– (1) En cas de remplacement d'un représentant-fiduciaire tous les droits et toutes les actions que celui-ci détient dans l'intérêt des investisseurs et des créanciers sont transmis de plein droit et sans autre formalité au nouveau représentant-fiduciaire.

(2) La démission d'un représentant-fiduciaire ne prend effet qu'à partir de l'instant ou un nouveau représentant-fiduciaire a été désigné.

Art. 78.– (1) Sur demande motivée d'un investisseur ou d'un créancier représenté, justifiant d'un motif grave, la CSSF peut remplacer provisoirement ou définitivement un représentant-fiduciaire.

(2) Sauf disposition contraire dans l'acte de nomination, toute autre voie de révocation ou de remplacement est exclue.

Section 2 – Agrément obligatoire des représentants-fiduciaires

Art. 79.– (1) Les représentants-fiduciaires soumis à la présente loi doivent être agréés par le Ministre ayant dans ses attributions la CSSF.

(2) Ils ne peuvent exercer des activités étrangères à leur fonction principale que de manière accessoire et auxiliaire à celle-ci.

Art. 80.– (1) L'agrément pour l'activité de représentant-fiduciaire ne peut être accordé qu'à des sociétés de capitaux justifiant d'un capital social et de fonds propres d'une valeur au moins égale à quatre cent mille euros.

(2) Il est subordonné à la communication à la CSSF de l'identité des actionnaires ou associés, directs ou indirects, personnes physiques ou morales, qui détiennent dans le représentant-fiduciaire à agréer une participation qualifiée, au sens de l'article 18 de la loi du 5 avril 1993 sur le secteur financier, et du montant de ces participations.

(3) En vue de l'obtention de l'agrément, les membres des organes d'administration, de gestion et de surveillance ainsi que les actionnaires ou associés visés à l'article précédent, doivent justifier de leur honorabilité professionnelle. L'honorabilité s'apprécie sur base des antécédents judiciaires et de tous les éléments susceptibles d'établir que les personnes visées jouissent d'une bonne réputation et présentent toutes les garanties d'une activité irréprochable.

(4) Les personnes chargées de la gestion doivent posséder une expérience professionnelle adéquate.

Art. 81.– La demande d'agrément doit être adressée par écrit au Ministre ayant dans ses attributions la CSSF et être accompagnée de tous les renseignements nécessaires à son appréciation, en particulier, des informations précises sur la structure administrative et comptable du demandeur.

Art. 82.– (1) L'agrément est accordé après instruction par la CSSF portant sur les conditions exigées par la présente loi.

(2) La décision prise sur une demande d'agrément doit être motivée et notifiée au demandeur dans les six mois de la réception de la demande ou, si celle-ci est incomplète, dans les six mois de la réception des renseignements nécessaires à la décision. Il est en tout cas statué dans les douze mois de la réception de la demande, faute de quoi l'absence de décision équivaut à la notification d'une décision de refus. La décision peut être déférée, dans le délai d'un mois sous peine de forclusion, au tribunal administratif, qui statue comme juge du fond.

(3) La durée de l'agrément est illimitée.

Art. 83.– (1) Toute modification dans le chef de personnes devant remplir les conditions légales d'honorabilité et d'expérience professionnelles, doit être autorisée au préalable par la CSSF. A cet effet, la CSSF peut demander tous renseignements nécessaires sur les personnes susceptibles de devoir remplir les conditions légales. La décision de la CSSF peut être déférée, dans le délai d'un mois sous peine de forclusion, au tribunal administratif, qui statue comme juge du fond.

(2) Un nouvel agrément est requis avant toute modification de l'objet, de la dénomination ou de la forme juridique.

Art. 84.– (1) L'agrément devient caduc s'il n'en est pas fait usage pendant une période ininterrompue de plus de douze mois.

(2) L'agrément est retiré si les conditions pour son octroi ne sont plus remplies.

(3) L'agrément est retiré si l'agrément a été obtenu au moyen de fausses déclarations ou par tout autre moyen irrégulier.

(4) La décision sur le retrait de l'agrément peut être déférée, dans le délai d'un mois, sous peine de forclusion, au tribunal administratif, qui statue comme juge du fond.

TITRE V

Sanctions

Art. 85.– Les administrateurs, gérants et directeurs des organismes de titrisation agréés ou d'un représentant-fiduciaire ainsi que les liquidateurs en cas de liquidation volontaire d'un organisme de titrisation agréé peuvent être frappés par la CSSF d'une amende d'ordre de 125 à 12.500 euros au cas où ils refuseraient de fournir les rapports financiers et les renseignements demandés ou lorsque ceux-ci se révéleraient incomplets, inexacts ou faux, ainsi qu'en cas de constatation de toute autre irrégularité grave.

TITRE VI

Dispositions modificatives

Art. 86.– L'article 13 (2) de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier est complété par le tiret suivant, placé comme avant-dernier tiret:

„– aux organismes de titrisation et aux représentants-fiduciaires intervenant auprès d'un tel organisme"

Art. 87.– Le premier alinéa du paragraphe (1) de l'article 2 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de Surveillance du Secteur Financier est remplacé par le texte suivant:

„La Commission est l'autorité compétente pour la surveillance prudentielle des établissements de crédit, des PSF au sens de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, des organismes de placement collectif, des fonds de pension sous forme de sepcav ou d'assep, des organismes de titrisation agréés, des représentants-fiduciaires intervenant auprès d'un organisme de titrisation ainsi que des personnes exerçant l'activité de bourse."

Art. 88.– L'article 4 de la loi du … 2003 sur le trust et les contrats fiduciaires est modifié de la manière suivante: „Le présent titre ne s'applique qu'aux contrats fiduciaires dans lesquels le fiduciaire est un établissement de crédit, une entreprise d'investissement, une société d'investissement à capital variable ou fixe, une société de titrisation, un représentant-fiduciaire agissant dans le cadre d'une opération de titrisation, une société de gestion de fonds commun de placement ou de fonds de titrisation, un fonds de pension, une entreprise d'assurance ou de réassurance ou un organisme national ou international à caractère public opérant dans le secteur financier."

Art. 89.– La loi modifiée du 4 décembre 1967 relative à l'impôt sur le revenu est modifiée comme suit:

a) L'article 22bis est complété par l'ajout d'un alinéa 5 libellé comme suit: „(5) Les valeurs mobilières émises par un organisme de titrisation sont exclues du bénéfice des dispositions de l'alinéa 2 du présent article."

b) L'article 25 est complété par l'ajout d'un alinéa 3 libellé comme suit: „(3) Le prix d'acquisition d'un bien acquis par un organisme de titrisation doit correspondre à la valeur estimée de réalisation de ce bien."

c) 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, pour autant que ces engagements correspondent à des distributions faites par la société de titrisation avant la fin de l'exercice d'exploitation suivant celui de la prise en charge de ces engagements."

d) L'article 97 est complété par l'ajout d'un alinéa 6 libellé comme suit: „(6) Les distributions et autres produits alloués aux investisseurs et autres créanciers d'un organisme de titrisation constituent des revenus provenant de capitaux mobiliers au sens de l'alinéa 1er numéro 5 du présent article."

e) L'article 164bis est complété par l'insertion après l'alinéa 4 d'un nouvel alinéa 5 libellé comme suit: „(5) Les organismes de titrisation sont exclus du champ d'application du présent article." Les autres alinéas sont renumérotés en conséquence.

Art. 90.– L'alinéa 1er du paragraphe 3 de la loi modifiée du 16 octobre 1934 concernant l'impôt sur la fortune est complété par la réinsertion d'un numéro 4 libellé comme suit: „4. les sociétés de titrisation."

*

COMMENTAIRE DES ARTICLES

TITRE I

Définitions

Article 1er:

L'article 1er a pour objet de préciser le cadre d'application de la loi en définissant tant les opérations que les acteurs qu'elle a vocation à régir.

1°) De l'*opération de titrisation*, le texte retient une conception délibérément large en visant aussi bien les titrisations classiques de créances que les formes plus modernes de titrisation de risques.

L'objet des premières consiste pour le titulaire d'un portefeuille plus ou moins homogène de créances à les céder à une structure ad hoc, dénommée organisme de titrisation, qui les acquiert au moyen d'une émission de titres.

L'opération est destinée à libérer le créancier originel des risques inhérents à ces créances tout en lui assurant le meilleur prix pour la cession. Elle doit lui permettre, au surplus, d'alléger son bilan de ces créances. Les entreprises cédantes y trouveront de façon générale, l'avantage d'améliorer leur situation comptable et financière. Pour les établissements de crédit cédants l'opération entraîne également une amélioration de leurs ratios prudentiels.

Grâce au regroupement des créances dans une nouvelle structure, la titrisation conduit à isoler celles-ci des autres actifs et engagements du cédant. Le portefeuille de ces créances s'en trouve, en principe, valorisé offrant ainsi aux investisseurs une meilleure garantie qu'un recours contre le cédant. L'organisme de titrisation pourra de ce fait se financer dans des conditions plus avantageuses qu'aurait pu le faire le cédant lui-même pour une émission d'obligations ou un crédit.

Pour les investisseurs, qui acceptent de souscrire les titres émis par l'organisme de titrisation, l'opération se caractérise essentiellement par la prise en charge des risques que comportent les créances titrisées, en particulier ceux liés à une défaillance temporaire ou définitive des débiteurs. Car, la valeur et le rendement de leur investissement dépendront directement des actifs transférés à l'organisme de titrisation, quoique diverses techniques de rehaussement de crédit, tels un surdimensionnement du portefeuille ou des garanties procurées par des tiers, viennent habituellement renforcer ce gage.

Aboutissant à transférer les risques qu'une entreprise assume du fait de la détention d'un portefeuille de créances vers le marché des capitaux, la titrisation apparaît ici et d'un point de vue économique, comme „une transformation de créances en titres".

En tant que telle, la titrisation n'est pas restreinte aux créances, mais est susceptible de s'appliquer à tous genres d'actifs pouvant être isolés dans un patrimoine spécifique, qui constituera le gage exclusif des investisseurs qui en auront financé l'acquisition. Le présent projet de loi en tient compte en couvrant les opérations portant sur tous types de biens, incorporels ou corporels, mobiliers ou immobiliers.

Son champ d'application ne s'arrête cependant pas aux titrisations résultant d'une cession d'actifs quels qu'ils soient. S'agissant avant tout d'organiser un cadre pour des investissements sur des ensembles homogènes de risques, il a paru utile d'étendre la portée du texte aux opérations portant sur des risques qui ne sont plus liés à des actifs, mais qui découlent des engagements assumés par une entreprise ou plus généralement de tout ou partie de son activité. La pratique montre un intérêt croissant pour de telles transactions dont l'éventail est extrêmement large en raison de la grande variété des engagements – crédits, assurances, garanties, etc. – et des activités concernés.

Dans de telles titrisations, le transfert des risques à l'organisme de titrisation ne passe plus par une cession de créances ou d'autres biens. Il peut s'opérer d'abord grâce à la couverture offerte par l'organisme de titrisation au débiteur des engagements en vertu de laquelle le premier s'oblige à en assumer la charge finale. De nombreuses formules peuvent être envisagées pour de telles prises en charge, en partant des figures classiques des garanties et des sous-participations jusqu'aux techniques financières plus récentes, comme les dérivés de crédit.

Ces solutions ne sont, d'ailleurs, pas réservées à la titrisation d'engagements mais peuvent également être utilisées pour la titrisation de risques inhérents à des actifs, lorsque leur propriétaire, plutôt que de se séparer de ces actifs préfère, pour quelque raison que ce soit, se couvrir seulement contre les risques que comporte leur détention.

En ce qui concerne les titrisations liées à tout ou partie des activités d'un tiers („whole business securitization"), elles s'apparentent aux projets dit de financement („project finance") dans lesquels le remboursement du crédit consenti à une entreprise est fonction des revenus générés par l'activité financée. Le risque pris en charge par l'organisme de titrisation dans de telles transactions réside également dans la rentabilité de l'activité déployée par le tiers auquel l'organisme accorde son soutien. Mais à la différence d'un prêteur ordinaire, l'organisme de titrisation fait porter ce risque en dernière ligne par les investisseurs.

En définitive, la loi est ainsi ouverte à la titrisation de n'importe quel type de risques, au sens le plus large, qu'ils soient inhérents à des créances ou à tous autres genres de biens ou à des engagements ou des activités de quelque nature qu'ils soient. Elle l'est aussi à toute technique de transfert de ces risques, que celui-ci passe par un transfert d'actifs ou d'autres formes de couverture susceptibles de satisfaire l'entreprise qui souhaite en être déchargée. Plutôt que de s'enfermer dans les carcans de catégories juridiques déterminées, le projet se fonde ainsi sur une approche économico-financière de la titrisation mettant en avant ses caractéristiques fonctionnelles, et couvre donc aussi des opérations proches de titrisations classiques, telles que par exemple des opérations de titrisation qualifiées dans la pratique financière de „repackaging" (pour plus de détail cf. infra titre III).

2°) La démarche s'oriente dès lors autour de *l'organisme de titrisation*, qui se trouve au centre de toute opération. C'est, en effet, au niveau de celui-ci que se réalise la „transformation" économique des risques en titres à travers l'acquisition ou la couverture des premiers et l'émission des seconds.

L'organisme de titrisation, dont les différentes formes sont précisées dans le second titre du projet de loi, permet de créer le lien nécessaire entre la valeur des risques et celles des titres qui en auront permis l'acquisition. Car, qu'elle qu'en soit la figure concrète, la titrisation consiste toujours à isoler dans une structure ad hoc un ensemble de risques pour permettre une émission de titres dont la valeur ou le rendement sont fonction de ces risques. Dans l'hypothèse classique d'une transaction portant sur un portefeuille de créances, cela signifie que les droits des investisseurs dépendront à chaque instant directement et exclusivement de la qualité des créances. L'activité de l'organisme de titrisation étant limitée à la détention et à la gestion de ces créances, les investisseurs sont à l'abri d'un concours avec d'autres créanciers, hormis ceux avec lesquels l'organisme de titrisation est entré en relation pour protéger précisément leurs droits.

Afin d'offrir un maximum de souplesse, et conformément à une pratique de plus en plus répandue, le projet de loi n'exige cependant pas que la titrisation s'opère par l'intermédiation d'un seul et même organisme de titrisation. L'on peut, en effet, parfaitement concevoir que les risques soient transférés à un organisme distinct de celui qui se charge d'émettre les titres, à condition seulement pour les deux de lier leurs interventions respectives. Aussi le projet vise-t-il expressément cette situation d'abord en permettant à un organisme de titrisation de prendre en charge les risques par l'intermédiaire d'un autre organisme (paragraphe 1), ensuite en nommant séparément les deux (paragraphe 2). Cette dissociation permet, au surplus, d'envisager la collaboration d'un „organisme d'émission" avec plusieurs „organismes d'acquisition".

Quoique assez vaste, le champ d'application ainsi défini ne couvre pas toutes les titrisations, au sens le plus large, que l'on puisse imaginer. Le but de la loi n'est évidemment pas d'interdire les opérations non visées, notamment celles réalisées par des entités qui ne peuvent être considérées comme des „organismes de titrisation", au sens de la présente loi, qui peuvent continuer à être faites selon les règles du droit commun. Elles ne bénéficieront simplement pas du régime avantageux de la présente loi dont l'objectif est d'offrir un cadre à la fois sûr et souple à la titrisation.

TITRE II

Les organismes de titrisation

Chapitre 1 – *Les sociétés et les fonds de titrisation*

Article 2:

A l'instar du régime des organismes de placement collectif, l'article 2 du projet permet aux organismes de titrisation de prendre la forme soit d'une société, soit d'un fonds dépourvu de personnalité juridique.

Les qualités de l'une et de l'autre forme sont précisées par les sections suivantes du titre II du projet.

Au-delà de la souplesse permise par ce choix, absent d'ailleurs de certaines autres législations, la solution présente l'intérêt d'organiser le statut des organismes de titrisation en s'inspirant de celui des organismes de placement collectif, pour autant bien entendu que leurs activités respectives les permettent. L'expérience et le savoir-faire acquis dans le domaine de ces derniers pourront ainsi profiter directement au développement des premiers.

Article 3:

Le champ d'application personnel du projet de loi dépend du lieu de situation de l'organisme de titrisation, la loi luxembourgeoise n'ayant vocation à s'appliquer qu'à ceux qui sont situés au Luxembourg.

Comme critère de localisation des organismes de titrisation, l'article 3 retient la solution admise pour les OPC en renvoyant à leur siège statutaire.

Dans l'hypothèse où une titrisation est réalisée à travers le concours d'un organisme d'émission et d'un organisme d'acquisition dont l'un seulement est situé au Luxembourg la loi ne régira que celui-ci.

Section 1 – Les sociétés de titrisation

Article 4:

Les sociétés de titrisation peuvent épouser indifféremment l'une des trois principales formes de sociétés commerciales que constituent les sociétés anonymes (y compris la société coopérative organisée comme une S.A.), les sociétés en commandite par action et les sociétés à responsabilité limitée (étant rappelé qu'en l'état actuel les SARL ne peuvent cependant émettre des obligations à destination du public).

En raison de la nature des opérations, il n'est pas apparu nécessaire, en revanche de leur offrir la possibilité de se constituer sous la forme de coopératives.

De même, sont exclues les structures sociales qui font courir une responsabilité illimitée aux investisseurs en raison des engagements conclus par la société de titrisation. Il en est ainsi des sociétés en nom collectif et des sociétés civiles qui impliquent pour les premières une responsabilité indéfinie et solidaire et pour les secondes une responsabilité indéfinie et conjointe.

Article 5:

Le recours à la technique du compartimentage permet de donner à l'organisme de titrisation la liberté d'accomplir des opérations distinctes, le cas échéant, avec des cédants différents et présentant des profils de risques distincts. La possibilité de créer des compartiments doit être prévue par les statuts; la décision d'y procéder revient au conseil d'administration et peut être prise tout au long de l'existence de la société.

De la même manière que pour les OPC ou les fonds de pension, la création de plusieurs compartiments ne porte pas atteinte à l'unicité du patrimoine de la société de titrisation. Chaque compartiment ne constitue qu'une subdivision de ce patrimoine destinée à accueillir les biens et les engagements afférents aux opérations qui y sont attachées.

Les compartiments bénéficient cependant d'une gestion autonome des actifs et des passifs qu'ils comportent. La loi organise au surplus leur „étanchéité" les uns vis-à-vis des autres (cf. infra notamment l'article 62). Pour les investisseurs liés à un compartiment tout se passe ainsi comme s'ils se trouvaient en présence de masses d'actifs et de passifs parfaitement séparées, leur situation dépendant exclusivement de leur compartiment sans être influencée par les risques et les dettes assumés par d'autres compartiments.

Section 2 – Les fonds de titrisation et leurs sociétés de gestion

Sous-section 1 – Les fonds de titrisation

Article 6:

Au lieu de la forme sociétaire, les organismes de titrisation peuvent également revêtir une forme purement contractuelle, sans accéder au statut de personne morale.

Tel est le cas, en premier lieu lorsque les investisseurs décident de détenir en copropriété les actifs formant l'assiette de leur investissement. A côté de cette première modalité, ils peuvent s'entendre également pour confier ces actifs à un fiduciaire, qui les détiendra à leur profit.

Dans les deux cas, l'opération de titrisation requerra ainsi l'intervention d'un tiers chargé d'administrer et de gérer ces actifs. Ce sera le rôle de la „société de gestion".

L'organisation du fonds pourra s'appuyer utilement, dans la première hypothèse, sur le régime général de la copropriété. Afin d'éviter toute confusion, la loi prend soin de soustraire cette copropriété aux règles régissant les indivisions. Le but de cette disposition est d'abord d'assurer au fonds la stabilité indispensable sur toute sa durée de vie en le mettant à l'abri d'une demande de liquidation prématurée de l'un des investisseurs sur le fondement du principe que nul n'est tenu de rester en indivision. Elle sert, par ailleurs, à éviter le principe de l'unanimité régissant, en principe, les indivisions pour permettre aux investisseurs de se soumettre à la loi de la majorité.

A côté de la copropriété, l'institution de la fiducie offre une solution attractive pour la constitution de fonds de titrisation dans la mesure où elle a précisément pour objet la création de patrimoines d'affectation. La technique consiste pour une série d'investisseurs, intervenant en qualité de fiduciants, de confier des fonds ou d'autres avoirs à une société de gestion intervenant comme tiers fiduciaire, en la chargeant d'acquérir les actifs ou risques à titriser dont elle assumera par la suite la gestion. Le régime de droit commun de la fiducie, tel qu'il résulte de la législation relative au trust et aux contrats fiduciaires, garantira le bon fonctionnement de l'opération. Il assurera aux investisseurs une sécurité juridique optimale en protégeant le patrimoine fiduciaire contre toutes revendications ou mesures d'exécution diligentées par des tiers tout en interdisant formellement au fiduciaire de confondre celui-ci avec son patrimoine personnel.

Les deux formes prévues pour les fonds étant exclusives l'une de l'autre, il appartiendra aux promoteurs du fonds de choisir entre la copropriété et la fiducie. S'agissant de deux techniques bien distinctes, les documents constitutifs du fonds, en particulier, son règlement de gestion ne devraient pas laisser de doute sur le choix opéré.

La création de compartiments au sein d'un fonds de titrisation se traduira par la constitution d'autant de copropriétés ou de patrimoines fiduciaires distincts.

Article 7:

Alors que la nature des droits des investisseurs d'un fonds de titrisation varie selon que celui-ci prend la forme d'une copropriété – droits réels de propriété s'exerçant de façon concurrente sur les actifs – ou d'une fiducie – droits de créance contre le fiduciaire garantis par l'autonomie du patrimoine fiduciaire – il importe de permettre au fonds „d'incorporer" ces droits dans des titres.

Tel est l'objet du présent article qui prévoit que les droits des investisseurs sont obligatoirement représentés par des valeurs mobilières et ce nonobstant l'absence de personnalité juridique du fonds.

La qualification de valeurs mobilières présente entre autres l'intérêt de permettre la cotation de ses titres sur un marché boursier. Elle conforte, par ailleurs, la règle posée par l'article 11 selon laquelle les investisseurs ne sont tenus des dettes du fonds qu'à concurrence de son actif et au prorata de leurs participations.

Le second paragraphe autorise la possibilité d'émettre les valeurs mobilières soit sous forme de titres nominatifs, soit sous forme de titres au porteur.

Dans le premier cas, la cession sera opérée par une déclaration de transfert inscrite sur le registre des titres nominatifs; dans le second cas, la cession s'opérera par simple tradition. Ces deux dernières solutions sont tout à fait classiques.

Le droit luxembourgeois ne connaissant pour l'heure pas de régime généralisé de dématérialisation des valeurs mobilières, il a paru utile d'autoriser expressément les fonds de titrisation d'émettre des titres dématérialisés. Il suffira pour cela que le règlement de gestion du fonds contienne une disposition en ce sens. A l'instar des solutions admises dans plusieurs droits étrangers et dans un souci de souplesse maximale, la loi admet que les comptes de valeurs dématérialisées peuvent être tenus aussi bien par la société de gestion que par un établissement de crédit ou un autre professionnel agréé du secteur financier.

Article 8:

On retrouve ici la technique du compartimentage précédemment retenue pour les sociétés. L'application du compartimentage à des fonds n'est pas nouvelle puisqu'elle est déjà retenue par la loi luxembourgeoise sur les OPC (article 111) et la loi du 8 juin 1999 relative aux fonds de pension (article 8).

Selon la technique employée pour constituer le fonds – copropriété ou contrat fiduciaire – les compartiments revêtiront la forme de masses indivises détenues en copropriété ou de patrimoines fiduciaires distincts.

De même que pour les sociétés de titrisation, la loi précise que les compartiments font l'objet d'une gestion autonome (cf. infra notamment art. 62). Contrairement aux sociétés de titrisation, les fonds, dépourvus de la personnalité juridique, ne comportent pas de patrimoine en dehors de ceux formés, le cas échéant, par les compartiments. La liquidation du dernier compartiment entraîne de ce fait disparition du fonds lui-même.

Article 9:

L'objet du présent article est de permettre aux fonds de titrisation, quoique dépourvus de personnalité juridique, de recourir à des emprunts sous la forme d'émission d'obligations ou de tous autres titres de créance. La capacité d'emprunt n'est pas limitée par la loi comme elle l'est généralement à l'étranger.

Ces emprunts seront, en pratique, émis par la société de gestion pour le compte et à la charge du fonds. N'agissant qu'en qualité d'intermédiaire, la société de gestion n'encourra, en revanche, pas d'obligation personnelle.

La dette de remboursement incombera directement et exclusivement au fonds et sera garantie soit par l'intégralité de ses actifs, soit, si les conditions de l'emprunt le prévoient ainsi, par les seuls actifs d'un ou de plusieurs compartiments déterminés.

Article 10:

Le régime de chaque fonds de titrisation découle de son règlement de gestion qui constitue, en quelque sorte, l'équivalent des statuts d'une société de titrisation.

A ce titre, ce règlement doit comporter, outre les références permettant d'identifier le fonds, les règles essentielles gouvernant son fonctionnement. Le présent article indique ces règles tout en laissant aux promoteurs du fonds la plus grande liberté pour définir leur contenu exact. La loi se distingue à ce titre nettement des législations en vigueur dans d'autres pays, en particulier en Belgique ou en France, qui posent de nombreuses restrictions à cette liberté (absence de compartiments, énumération limitative des cas de liquidation, limitation à la titrisation de créances …).

Dans le même esprit, la loi permet aux fonds comportant plusieurs compartiments d'arrêter les règles d'organisation de chacun des compartiments par un règlement de gestion spécifique. Cette souplesse évite de devoir modifier le règlement général du fonds à l'occasion de la création d'un nouveau compartiment ou d'une modification du règlement spécifique de l'un d'entre eux.

Destiné à informer les tiers sur le statut du fonds, le règlement de gestion doit être publié par un dépôt au registre de commerce et des sociétés. Une publication additionnelle au Mémorial n'est toutefois pas exigée. L'on remarquera, par ailleurs, que la constitution d'un fonds de titrisation ne requiert pas l'intervention d'un notaire, comme le suppose celle d'une société de titrisation.

Enfin, le présent article transpose aux fonds de titrisation la solution acquise pour les fonds communs de placement en ce qui concerne l'opposabilité du règlement de gestion aux investisseurs en liant celle-ci à l'acquisition de valeurs mobilières émises par le fonds.

Article 11:

Les règles de la copropriété pas plus que celles issues de la fiducie ne comportent directement une limitation de la responsabilité des investisseurs d'un fonds de titrisation constitué sous l'une ou l'autre de ces deux formes.

Aussi a-t-il paru indispensable de prévoir une règle expresse en ce sens pour restreindre leur responsabilité collective aux actifs du fonds tout en précisant que chacun des investisseurs n'est tenu qu'à concurrence de sa quote-part dans ces actifs. En d'autres mots, le risque pour les investisseurs est limité, au pire des cas, à la perte de leur investissement. Dans l'hypothèse, a priori exclue, où les dettes du fonds excéderaient la valeur de ses actifs, les investisseurs ne pourraient donc pas être appelés à contribuer à les combler.

Article 12:

Dans un souci de protection des investisseurs, la loi prévoit dans le présent article deux règles complémentaires destinées à limiter les dettes susceptibles d'être mises à la charge d'un fonds de titrisation.

La première restreint la possibilité du fonds de contracter des dettes extérieures à son objet tel qu'il est défini par le règlement de gestion. Elle exclut notamment que la société de gestion puisse encourir de telles dettes pour le compte du fonds. Les tiers approchés par la société de gestion pour intervenir en faveur d'un fonds sont donc obligés de vérifier la conformité des engagements qui leur sont demandés avec le règlement de gestion et ne peuvent pas se fier au pouvoir apparent dont bénéficierait la société de gestion.

La deuxième règle exonère le fonds de toutes dettes personnelles à la société de gestion ou nées dans le chef des investisseurs. Il s'agit là d'une conséquence naturelle de la ségrégation patrimoniale vis-à-vis de la société de gestion, quelle que soit la nature du fonds, et à l'endroit des investisseurs lorsque le fonds résulte d'un contrat fiduciaire. L'article en impose le respect également aux créanciers personnels d'investisseurs en copropriété afin de leur interdire toutes mesures d'exécution contre les biens du fonds.

Article 13:

En s'inspirant de la législation applicable aux sociétés, le présent article prévoit les mesures de publicité de la mise en liquidation d'un fonds de titrisation qui détermine le moment à partir duquel cet état sera opposable aux tiers de bonne foi.

Une disposition particulière interdit cependant l'émission de toutes valeurs mobilières dès avant cette publicité en frappant celles-ci d'une nullité absolue. Restent toutefois permises les émissions réalisées dans le cadre de la liquidation et destinées à assurer à celle-ci la meilleure issue.

Pour le surplus le régime commun de la liquidation des organismes de titrisation est réglé par le quatrième chapitre du titre deux.

Sous-section 2 – Les sociétés de gestion

Article 14:

N'ayant pas la personnalité juridique, les fonds de titrisation doivent être gérés par une société de gestion, de la même manière que le sont les fonds communs de placement.

Le mode d'intervention de la société de gestion varie selon que le fonds consiste en une copropriété qui appelle seulement à être administrée ou est constitué sous la forme d'un patrimoine fiduciaire auquel il convient de conférer un titulaire.

Peuvent assumer les fonctions de société de gestion, toutes sociétés commerciales dont c'est l'objet. La loi ne soumet, en revanche, l'exercice normal de cette activité à aucune autre exigence, sous la seule réserve que les sociétés de gestion administrant des organismes de titrisation agréés doivent être approuvées par la Commission de surveillance du secteur financier. Rien n'interdit, par ailleurs, aux sociétés de gestion d'étendre leur activité à la gestion d'OPC ou de fonds de pension à condition, bien entendu, de satisfaire aux critères posés pour cela.

Article 15:

Le présent article confère à la société de gestion les pouvoirs essentiels à l'accomplissement de ses fonctions.

Ceux-ci comprennent outre la préparation du règlement de gestion, véritable charte du fonds, le droit d'agir pour le compte de celui-ci et des investisseurs et de les représenter vis-à-vis de tous les tiers, y compris en justice, que ce soit en demande ou en défense. Pour simplifier l'exercice de ce pouvoir de représentation, la société de gestion est déchargée de l'obligation de révéler les noms de tous les investisseurs.

En conséquence du monopole accordé à la société de gestion pour représenter le fonds, les actions individuelles des investisseurs liées aux droits qu'ils possèdent contre le fonds se trouvent paralysées. Cette disposition doit protéger le fonds comme les investisseurs eux-mêmes contre des initiatives isolées qui en définitive risqueraient de s'avérer préjudiciables pour tous. L'impossibilité pour les investisseurs de faire valoir individuellement leurs droits trouve naturellement sa limite dans l'étendue de la compétence reconnue à la société de gestion et cesse dans l'hypothèse où cette dernière manquerait d'exercer ses pouvoirs de représentation.

Il convient de noter, au surplus, que la société de gestion ne pourra agir que dans la mesure où elle n'est pas privée de ses pouvoirs au profit d'un représentant-fiduciaire, dont le rôle et le statut font l'objet du deuxième chapitre du titre IV de la loi.

Article 16:

A l'instar de la solution admise dans le domaine des fonds communs de placement, cet article oblige la société de gestion d'agir de façon indépendante et dans l'intérêt du fonds de titrisation comme des investisseurs. Cela implique en particulier que la société de gestion doit maintenir séparés les actifs du fonds des siens.

Sa responsabilité est engagée selon les règles du droit commun pour tous dommages causés par sa faute aux investisseurs ou à des tiers.

Article 17:

Dans le prolongement de l'article 12 ci-dessus, la présente disposition met les actifs du fonds de titrisation à l'abri d'éventuelles mesures d'exécution engagées par les créanciers de la société de gestion ou des investisseurs. Si la solution va de soi pour les premiers qui ne disposent de toute évidence pas de recours contre le fonds, elle doit être énoncée expressément pour les seconds.

Article 18:

Cet article énumère les cas dans lesquels les fonctions de la société de gestion prennent fin. Sauf dans les cas où la société de gestion se trouve soumise à une procédure collective ou analogue ou se voit retirer son agrément, sa mission ne peut cependant s'arrêter tant qu'elle n'a pas été remplacée.

Chapitre 2 – *Les organismes de titrisation agréés*

Section 1 – Obligation et conditions d'agrément

Article 19:

L'article 3 de la directive 2000/12/CE du Parlement et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice interdit à toute personne d'exercer, à titre professionnel, l'activité de réception des dépôts ou autres fonds remboursables du public sans prendre la qualité d'établissement de crédit. Cette interdiction fait l'objet cependant d'une dérogation au profit des „activités … soumises à des règlements et contrôles visant à la protection des déposants et des investissements".

Conformément à cette disposition, telle qu'elle doit être interprétée au regard du 6e considérant de la directive, le présent article organise le contrôle des organismes de titrisation susceptibles d'entrer dans le champ d'application du monopole institué en faveur des établissements de crédit. Grâce à ce contrôle, ces organismes peuvent dès lors bénéficier de la dérogation visée ci-dessus et se trouvent à l'abri de tout reproche d'enfreindre ledit monopole. Le contrôle est réglementé par les articles suivants sur le modèle de celui existant pour les organismes de placement collectif et est dévolu à ce titre à la Commission de surveillance du secteur financier. Les commentaires qui suivent se limitent dès lors à relever principalement les différences par rapport au régime de contrôle des OPC.

Les organismes de titrisation qui ne répondent pas au critère posé par le présent article ne sont pas soumis à l'obligation d'agrément.

Article 20:

Cet article pose les conditions qu'un organisme de titrisation doit satisfaire pour être agréé.

Outre le contrôle des documents constitutifs de l'organisme, la CSSF vérifiera si l'organisme dispose d'une organisation et des moyens humains et matériels pour pouvoir exercer correctement et de façon professionnelle son activité. Ce contrôle s'étend naturellement à la qualité des organes d'administration et de direction de l'organisme de titrisation et, le cas échéant, de sa société de gestion, ainsi qu'à leur actionnariat. En ce qui concerne ce dernier, l'appréciation tiendra évidemment compte des caractéristiques particulières des organismes de titrisation tenant notamment à la volonté des parties d'éviter toute consolidation avec le cédant.

Lorsque l'organisme de titrisation prend la forme d'un fonds, la procédure d'agrément vise plus généralement sa société de gestion.

En revanche, il n'a pas paru nécessaire de soumettre à l'approbation de la CSSF le choix de l'établissement de crédit chargé de conserver les avoirs liquides et les valeurs mobilières d'un organisme de titrisation agréé. A la différence des organismes de placement collectif, les organismes de titrisation n'ont en effet pas vocation à constituer des portefeuilles importants de valeurs mobilières. Il n'est de ce fait pas nécessaire d'organiser et d'encadrer la fonction de dépositaire.

La CSSF devant être à même d'exercer son contrôle de façon continue, le texte oblige les organismes de titrisation agréés de recueillir son assentiment préalablement à toute modification de ses documents constitutifs ou de ses organes de direction ou de gestion.

Article 21:

De la même façon qu'en matière d'OPC, l'agrément d'un organisme de titrisation se matérialise par l'inscription sur une liste tenue par la CSSF et publiée par ses soins.

En imposant à chaque organisme agréé le respect non seulement de la présente loi, mais également de tous ses engagements contractuels en rapport avec son bon fonctionnement ou l'émission et la distribution au sens large des titres qu'il peut émettre, la disposition conforte, par ailleurs, le pouvoir de surveillance continu de la CSSF.

Enfin et de nouveau de façon analogue que pour les OPC, le texte limite la portée de l'inscription d'un organisme sur la liste afin que les investisseurs ne puissent pas reprocher à la CSSF de s'être fiés à cette inscription pour apprécier la qualité des valeurs mobilières émises par un organisme admis sur cette liste. Servant strictement à informer les tiers de l'existence d'un agrément, cette inscription n'est en revanche aucunement destinée à donner une quelconque garantie relativement aux valeurs mobilières des organismes de titrisation qui y figurent.

Section 2 – Surveillance des organismes agréés

Article 22:

La titrisation est avant tout une technique de transfert de risques sur le marché des capitaux. En contrepartie des titres qu'il émet, l'organisme de titrisation n'acquiert ainsi pas des valeurs mobilières dont il conviendrait d'assurer la bonne conservation, mais d'autres actifs, classiquement des créances, qui requièrent avant tout une bonne gestion.

Il n'en demeure pas moins que les actifs liquides et les valeurs mobilières susceptibles d'être détenus par un organisme de titrisation agréé doivent être conservés dans les meilleures conditions de sécurité. C'est dans cette perspective que le présent article oblige ces organismes à les déposer auprès d'un établissement de crédit installé au Luxembourg. L'intervention d'une banque offrira aux investisseurs une protection optimale. Ils jouiront, au surplus, de la garantie des dépôts effectués auprès d'un établissement de crédit. Enfin, l'intervention d'une banque installée au Luxembourg facilitera la surveillance de l'organisme de titrisation par la CSSF.

Article 23:

Le présent article fonde le pouvoir de surveillance continue de la CSSF en lui assurant un vaste droit d'investigation portant en particulier sur tous éléments susceptibles d'influencer la sécurité des investisseurs.

La CSSF est ainsi autorisée à vérifier que l'organisme se conforme scrupuleusement à toutes les règles, qu'elles soient d'origine légale, réglementaire, statutaire ou conventionnelle, qui gouvernent son fonctionnement, la gestion des actifs qui forment l'assiette du gage des investisseurs ou l'émission et le placement de ses valeurs mobilières ainsi que le service de sa dette et le partage de ses bénéfices.

Article 24:

Pour exercer son contrôle, le présent article donne à la CSSF la possibilité de requérir d'un organisme de titrisation agréé, de sa société de gestion ou de l'établissement de crédit chargé de la gestion de ses avoirs, toutes informations utiles et de procéder auprès de ces mêmes personnes à tout contrôle sur place.

Article 25:

Dans un souci d'efficacité maximale, un large éventail de mesures est prévu pour sanctionner le non-respect par un organisme de titrisation agréé des conditions posées pour son agrément ou prévenir une dégradation de la protection des investisseurs.

La CSSF est ainsi habilitée à prendre des mesures essentiellement incitatives – comme la publicité – ou préventives – comme l'interdiction d'émettre des titres – avant de révoquer dans les cas les plus graves son agrément ou de demander la nomination judiciaire d'un administrateur provisoire.

Article 26:

Cette disposition complète l'obligation imposée aux organismes de titrisation de publier leur état de liquidation dans l'hypothèse où un organisme agréé y manquerait.

Section 3 – Décisions de la CSSF

La présente section organise la procédure pour les prises de décisions par la CSSF et leur contestation. Elle s'inspire fidèlement du régime contenu dans la loi sur les OPC.

L'unique différence par rapport à cette dernière réside dans l'absence de recours devant le Ministre ayant dans ses compétences la CSSF. L'obligation d'agir devant celui-ci avant de saisir le tribunal administratif a paru, en effet, comme étant source d'une lourdeur procédurale inutile.

Pour le surplus, le régime n'appelle pas d'autres précisions.

Chapitre 3 – *La liquidation des organismes de titrisation*

Le régime de liquidation des organismes de titrisation est également directement inspiré de celui existant pour les OPC.

Quant au fond, les dispositions qui suivent méritent donc d'être interprétées à la lumière du sens qui leur est donné dans le cadre de la loi du 30 mars 1988.

Du point de vue formel, elles sont cependant articulées de manière à s'appliquer de façon appropriée selon que l'organisme fait ou non l'objet d'un agrément. Aussi le chapitre est-il divisé en deux sections consacrées respectivement aux dispositions communes à tous les organismes, agréés ou non, et à celles qui sont propres aux seuls organismes agréés.

Section 1 – Dispositions communes aux organismes de titrisation agréés et non agréés

Article 32:

Comme en matière de droit des sociétés, le projet de loi prévoit que, par fiction, un organisme de titrisation dissous est présumé continuer à exister pour les besoins de sa liquidation.

Dans le cas d'une société de titrisation, cette survie s'applique à sa personnalité morale.

Article 33:

Les différents compartiments susceptibles d'être constitués au sein d'un organisme de titrisation jouissent d'une parfaite autonomie patrimoniale. Il convient dès lors d'en permettre la liquidation séparée. Afin de lever tout doute, le présent article précise qu'une telle liquidation ne saurait avoir d'incidence sur les autres compartiments, ni en particulier, en provoquer la liquidation. Il est ainsi parfaitement possible d'alléger l'organisme de titrisation de l'un ou de l'autre compartiment tout en maintenant d'autres. Lorsque l'organisme est constitué sous la forme d'une société, la liquidation de l'ensemble de ses compartiments n'emportera au surplus pas celle de la société elle-même. Le patrimoine de celle-ci peut, en effet, contenir des éléments qui ne font partie d'aucun compartiment. Par ailleurs, la liquidation de la société de titrisation devra nécessairement respecter les règles prévues à cet effet en droit des sociétés. Mais il n'en va pas de même pour les fonds. Dépourvus de personnalité juridique, ceux-ci ne comportent pas de patrimoine en dehors de ceux formés, le cas échéant, par les compartiments. La liquidation du dernier compartiment entraîne de ce fait disparition du fonds lui-même.

La possibilité offerte par le présent article de liquider séparément les différents compartiments d'un organisme de titrisation n'autorise évidemment pas une liquidation partielle d'un compartiment ni de certains actifs seulement d'un organisme de titrisation.

Article 34:

Les pouvoirs du liquidateur d'un organisme de titrisation excèdent ceux qui lui sont réservés dans le domaine des OPC en ce qu'il est autorisé formellement à réaliser tous les actifs, sans distinction, selon le mode qui lui apparaît le plus approprié et cela sans jamais avoir à requérir une autorisation du tribunal.

Article 36:

La présente disposition prévoit une formulation légèrement différente de celle contenue dans la règle équivalente de la loi de 1988, se référant aux actions en responsabilité engagées contre les liquidateurs plutôt qu'„aux actions du fait de leur fonction".

Section 2 – Dispositions particulières aux organismes de titrisation agréés

Sous-section 1 – Liquidation volontaire des organismes agréés

Article 37:

Cet article exige des organismes de titrisation agréés qui décident de leur propre chef de leur liquidation de recourir à un liquidateur qui présente toutes les garanties d'honorabilité et de compétence professionnelle que l'on peut attendre. Ce liquidateur doit au surplus être agréé par la CSSF.

Article 38:

Pour assurer le bon déroulement de l'opération de liquidation, celle-ci devra s'accomplir sous la surveillance de la CSSF.

Sous-section 2 – Liquidation forcée des organismes agréés

Article 41:

La présente disposition reprend en substance une règle équivalente de la loi de 1988 en retenant cependant une formulation plus neutre visant toutes les sûretés et garanties susceptibles d'être prises sur les actifs de l'organisme de titrisation alors que la loi de 1988 envisage de façon plus classique les hypothèques et les gages.

Article 45:

La vérification des documents de liquidation doit être conférée par le tribunal à un réviseur d'entreprises plutôt qu'à un commissaire comme le prévoit la loi de 1988.

Chapitre 4 – *Les comptes, la révision des comptes et la fiscalité applicable aux organismes de titrisation*

En raison de la nature des activités des organismes de titrisation ceux-ci sont soumis aux règles comptables de droit commun des sociétés commerciales, plutôt qu'à celles applicables aux organismes de placement collectif. Dans un souci de neutralité des règles comptables à l'égard des sources de financement, il est cependant tenu compte, de la nature variable de la forme juridique ainsi que des titres sociaux à émettre par les organismes de titrisation.

Le droit commun s'applique également en ce qui concerne le régime fiscal des organismes de titrisation évitant ainsi des règles particulières, sous réserve des précisions apportées par la présente section.

Les sociétés de titrisation et les fonds de titrisation sont ainsi assujettis à l'impôt sur le revenu des collectivités au sens de l'article 159 LIR.

Pour les sociétés de titrisation la soumission à l'impôt sur le revenu des collectivités résulte du choix de la forme sociétaire (SA, SARL, SCPA); ces sociétés tombent de toute façon sous l'article 159 A No 1 LIR, de sorte qu'il n'est pas nécessaire de consacrer l'obligation fiscale illimitée des sociétés de titrisation par un article particulier.

Les fonds de titrisation rentrent eux aussi dans le cercle des collectivités soumises à l'impôt sur le revenu des collectivités. Même s'ils n'ont pas la personnalité morale, le mode de fonctionnement ainsi que les finalités poursuivies par les fonds de titrisation entraînent leur soumission à l'impôt sur le revenu

des collectivités au titre de „patrimoines d'affectation" (art. 159 A No 7 b LIR). En effet, l'exemple type des patrimoines d'affectation est la collecte de fonds destinés à un usage précis (Künsch, La réforme de l'impôt sur le revenu des collectivités, Etudes fiscales hors série, 1969, No 12), ce qui correspond tout à fait à l'activité des fonds de titrisation.

Les règles de droit commun en matière de détermination du revenu imposable sont également applicables. C'est ainsi que l'organisme de titrisation sera soumis à l'impôt au taux de droit commun sur la base de son revenu net comptable, c.-à-d. sur base des revenus bruts comptables, déduction faite des charges comptables relatives aux valeurs mobilières émises par l'organisme de titrisation. La rémunération des valeurs mobilières émises par l'organisme de titrisation rentre dans la définition des revenus de capitaux mobiliers au sens de l'article 97 al. 1er No 5 LIR.

Les valeurs mobilières émises par l'organisme de titrisation constituent pour les mêmes raisons des dettes de l'organisme pour les besoins du calcul de l'impôt sur la fortune.

Article 47:

Cet article tranche en faveur d'une application du droit commun des sociétés commerciales la question de savoir quelles règles comptables les sociétés de titrisation doivent respecter. De ce fait, les sociétés de titrisation doivent respecter les prescriptions de la section XIII de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales relative aux comptes sociaux, et, suite à l'abrogation de ces règles le 1er janvier 2005 par la loi du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes des entreprises, les nouvelles dispositions introduites par cette loi qui viennent se substituer à celles qu'elle abroge. Les charges et produits de l'organisme de titrisation doivent ainsi être rattachés à l'exercice auquel ils se rapportent, y compris les charges dont le paiement est différé dans le temps, notamment les sommes pouvant revenir en fin d'opération à la société cédante („originator"). La titrisation étant essentiellement une opération de „transformation", pour chaque produit ou charge à comptabiliser par l'organisme de titrisation correspond en principe une charge, respectivement un produit d'un montant équivalent.

Les sociétés de titrisation prenant la forme d'une société de capitaux, l'article 1 de la 4e directive communautaire (dir. 78/660/CEE) est applicable. Cet article retient le principe d'un établissement uniforme des comptes sociaux des sociétés à risques limités (sociétés de capitaux, SARL).

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. La 4e directive ne s'applique en effet pas en tant que telle aux fonds de titrisation. Il aurait été possible de prévoir un schéma comptable spécifique éventuellement allégé pour ces organismes. Mais ceci aurait été contraire au souci de neutralité du législateur, les opérateurs économiques ne devant pas être influencés par des considérations comptables dans leur choix de la forme juridique appropriée pour leur organisme de titrisation. Par ailleurs, les dispositions comptables prévues par la section XII de la loi de 1915 ne sont de toute façon pas particulièrement onéreuses pour les sociétés de titrisation. En effet, le degré de détail des états financiers dépend des caractéristiques de chaque société, des états financiers détaillés ne devant être établis que par les sociétés remplissant deux des seuils légaux prévus pour les trois critères suivants: total du bilan, montant du chiffre d'affaires, effectif employé. Si le total du bilan des organismes de titrisation excède probablement toujours le seuil légal, les organismes de titrisation n'emploieront en règle générale qu'un effectif réduit de sorte à ne pas atteindre le seuil légal concernant le critère de l'effectif employé. Comme les organismes de titrisation, tout comme les sociétés holding constituées sous la loi du 31 juillet 1929, n'ont pas de chiffre d'affaires au sens de l'article 232 de la loi de 1915, elles pourront se contenter d'établir les états financiers abrégés tel que visés aux articles 215, 231 et 249.

Article 50:

Afin d'assurer leur neutralité fiscale, l'article 50 soumet les fonds de titrisation aux régimes comptable et fiscal des fonds communs de placement tout en les exonérant de la taxe d'abonnement.

Article 51:

Cet article soumet les sociétés de titrisation ainsi que les sociétés de gestion des organismes de titrisation au droit d'apport fixe de 1.250 euros. La disposition ne traite pas des fonds de titrisation, ceux-ci échappant de toute façon au droit d'apport, ce dernier ne frappant que les apports faits aux „sociétés". Dans un souci de neutralité fiscale, et eu égard aux différentes sources de financement possibles des

organismes de titrisation, il a paru opportun de remplacer le droit proportionnel de 1% normalement applicable par un droit fixe de 1.250 euros, de sorte que les choix des opérateurs ne se trouvent pas influencés par des considérations fiscales.

Article 52:

Le présent article a pour objet d'assurer que l'article 44, paragraphe 1, point d) de la loi TVA s'appliquera aux organismes de titrisation régis par la présente loi de la même façon qu'il s'applique aux autres organismes de placement, y compris les fonds de pension.

TITRE III

Les risques titrisés

Chapitre 1 – *La prise en charge des risques*

Article 53:

En conformité avec la définition de la titrisation posée par l'article 1er, le présent article ouvre la possibilité aux organismes de titrisation de prendre en charge des risques extrêmement variés. Il est rappelé à cet égard que le concept de „risque" ne fait l'objet d'aucune restriction par le projet de loi de sorte qu'il convient d'en retenir l'acception la plus large. (Cf. commentaire sous l'article 1er)

Ces risques peuvent tout d'abord être inhérents à des actifs de tous genres: créances, autres biens incorporels ou corporels, mobiliers ou immobiliers. Mais, ils peuvent également résulter d'engagements souscrits par des tiers, d'activités déployées par des tiers.

Pour les risques liés à des actifs, leur prise en charge par l'organisme de titrisation résulte ordinairement d'une acquisition pure et simple de ces actifs. La loi ne prend tout d'abord pas position sur la technique juridique utilisée pour réaliser ce transfert qui peut résulter notamment d'une cession ou d'une fiducie et, en présence d'un rapport d'obligation d'une subrogation, d'une novation, d'une délégation, d'une cession de contrat … Elle n'entend pas davantage restreindre les techniques permettant le transfert à l'organisme de titrisation de risques liés à des engagements ou des activités. La couverture peut dans ce cas être fournie de multiples façons et, en particulier, à travers une garantie délivrée par l'organisme de titrisation à celui qui détient les actifs ou qui assume les risques.

Cette technique sera utilisée également lorsqu'il s'agit d'assumer les risques inhérents non plus à des actifs, mais à des engagements auxquels est tenu un tiers. Typiquement, l'obligation de l'organisme de titrisation vis-à-vis du débiteur de l'engagement titrisé consistera alors en une garantie sous la forme, par exemple, d'une dette accessoire, d'une sous-participation, d'un prêt subordonné, d'un dérivé de crédit etc.

Laissant le champ entièrement libre à l'imagination des praticiens, la loi fixe comme seule exigence que les modalités de prises en charge des risques soient dévoilées aux investisseurs et indiquées, à ce titre, dans les statuts ou le règlement de gestion.

Pour écarter tout doute, le présent article prend soin également de soustraire les opérations de titrisation du champ de la législation sur le secteur des assurances. Quoique certaines techniques susceptibles d'être utilisées pour céder à un organisme de titrisation les risques relatifs à des actifs, des engagements ou des activités puissent présenter des similitudes avec un contrat d'assurance, la titrisation ne saurait en aucun cas être assimilée à une activité d'assurance. L'objectif n'est point ici de mutualiser les risques d'un ensemble d'assurés, mais d'organiser le refinancement d'une entreprise cédante en permettant à l'organisme de titrisation de solliciter les marchés des capitaux. Dictées par d'autres finalités, les règles régissant l'activité d'assurance ne rendent évidemment pas compte des exigences de sécurité et de transparence dans lesquelles doivent opérer les organismes de titrisation. Au surplus, les conditions posées pour l'exercice d'une activité d'assurance – dispersion des risques, provisions techniques, limitation des actifs représentatifs des provisions etc. – paraissent tout à fait inadéquates pour gouverner la titrisation.

Article 54:

La loi ne limite pas les titrisations à des opérations ponctuelles. Sont visées également les transactions qui s'accomplissent sur des durées plus ou moins longues. A ce titre les organismes de titrisation peuvent se „réalimenter" en acquérant de nouveaux biens ou créances en plusieurs fois ou de manière continue.

Article 55:

Afin de faciliter la titrisation de créances, la loi permet aux organismes de titrisation d'acquérir et de céder des créances dans des conditions aisées.

Elle s'inspire à ce titre des législations qui retiennent les solutions les plus modernes et conformes aux besoins du commerce sur cette question. (Cf. notamment: Convention des Nations Unies sur la Cession de créances dans le commerce international, conclue à New York en 2001; Uniform Commercial Code américain, Sect. 9 part 4; Unidroit Factoring Convention, art. 6(1); code civil italien, art. 1360; code civil portugais, art. 577 (2) ; Principes de droit européen des contrats, III Partie, chap. 11, Principles of European Contract Law, Part III, edited by Lando, Clive, Prüm, Zimmermann, Kluwer Law International, 2003).

Rappelant que la cession peut porter aussi bien sur des créances existantes que futures, l'article apporte d'abord une série de précisions utiles pour les secondes. Elle prévoit ainsi que la cession suppose que les créances puissent être identifiées, mais que cette identification ne doit pas être concomitante de la cession et peut intervenir postérieurement soit au moment où la créance naît, soit à tout autre moment librement arrêté par les parties. Il est précisé ensuite que la cession d'une créance future, dès qu'elle vient à exister, prend effet rétroactivement au jour de l'accord de cession, sauf convention contraire. Pour éviter toute remise en question d'une telle cession en cas de faillite du cédant avant que les créances n'apparaissent, les règles de la faillite sont écartées (Cf. à ce titre l'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation française du 26 avril 2000, Bull. civ. IV, No 84 vivement critiqué en doctrine). Au cas où un organisme de titrisation aurait convenu avec une entreprise que celle-ci lui cède un ensemble de créances futures il pourrait ainsi continuer à acquérir lesdites créances conformément à cet accord malgré l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre du cédant.

Il est prévu ensuite que les cessions de créances sont opposables aux tiers, y compris au débiteur cédé, dès l'instant où elles prennent effet entre parties. Aucune formalité n'est exigée à cet effet, nonobstant l'article 1690 du code civil. Une règle protectrice des intérêts du débiteur cédé est prévue par l'article suivant.

Article 56:

Cet article vise, en premier lieu, à protéger les parties contre une requalification de la cession au cas où celle-ci contiendrait un quelconque engagement de l'organisme de titrisation de recéder, dans certaines conditions, les créances acquises à un tiers, voire au cédant lui-même (hypothèse courante en cas de surdimensionnement du véhicule de titrisation).

Le second paragraphe prévoit le transfert automatique et surtout sans formalités de toutes les garanties et sûretés y compris donc de celles dont la transmission requiert normalement une inscription à un registre. Les conventions contraires sont cependant permises.

Pour protéger le débiteur cédé auquel la cession est opposable ab initio, la loi lui réserve la possibilité de s'acquitter de sa dette entre les mains du cédant tant qu'il n'a pas eu connaissance de la cession. Cette garantie assure au débiteur cédé une totale sécurité qui remplace utilement celle résultant des formalités prévues par l'article 1690 du code civil.

Le but de la titrisation n'est jamais de soumettre les débiteurs à de quelconques pressions de la part d'un „recouvreur" professionnel de créances. Dans la plupart des opérations, le cédant continue, au contraire, à s'occuper lui-même de ce recouvrement. Dans ces conditions, il ne paraît pas légitime de permettre aux débiteurs des créances litigieuses de bénéficier de l'institution du retrait litigieux prévue par l'article 1699 du code civil.

Article 57:

S'inspirant toujours des régimes modernes de cession de créances (Cf. commentaires sous l'article 55), la loi prévoit également la possibilité pour un organisme de titrisation d'acquérir, sous certaines conditions, des créances de la part d'un créancier qui s'était en principe interdit de les céder tout en opposant cette cession au débiteur.

Article 58:

L'intérêt du présent article est de combler une lacune de l'article 12 de la convention de Rome sur la loi applicable aux obligations contractuelles du 19 juin 1980 qui ne prend pas expressément partie sur la loi applicable aux conditions d'opposabilité de la cession aux tiers autres que le débiteur cédé.

La solution retenue correspond à celle figurant dans 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. La règle est simplement exprimée dans des termes plus neutres pour éviter de devoir reprendre les notions spécialement définies par cette Convention, en particulier celle de la priorité établie entre droits concurrents. Outre l'engagement pris par le Luxembourg de respecter cette Convention, celle-ci présente l'avantage de proposer une solution uniforme qui sera appliquée par tous les Etats signataires le jour où cette Convention entrera en vigueur.

Article 59:

Il est fréquent dans les titrisations de créances, que le cédant cède à l'organisme de titrisation un volume de créances excédant a priori en valeur le montant de l'émission de titres servant à leur acquisition. A travers un tel „surdimensionnement" du véhicule, le cédant lui accorde une protection supplémentaire. Il est légitime de permettre au cédant de récupérer les créances ayant servi à cette protection au cas où celle-ci n'aurait pas servi. Tel est le but de la présente disposition.

Chapitre 2 – *La gestion des risques*

Article 60:

Le recouvrement des créances cédées à un organisme de titrisation continue, en pratique, souvent à être assumé par le cédant. La solution présente l'avantage de permettre au créancier originel de rester en contact avec les débiteurs qui sont ses clients, ce qui facilite généralement la gestion des créances. Le projet consacre cette possibilité.

Le texte permet aussi à l'organisme de titrisation de charger un tiers du recouvrement des créances ou d'autres tâches liées à leur gestion. Cette faculté peut s'avérer intéressante pour les organismes de titrisation qui ont acquis plusieurs portefeuilles de créances et qui souhaitent recourir au service d'un professionnel spécialisé dans le recouvrement.

Dans le prolongement de l'opposabilité immédiate de la cession à tous les tiers y compris au débiteur, la délégation du recouvrement des créances n'a pas à être signifiée au débiteur.

Elle échappera dès lors à tout contrôle par les autorités luxembourgeoises. Il n'a pas paru opportun de soumettre le recouvrement des créances d'un organisme de titrisation à l'autorisation requise par l'article 29bis de la loi du 5 avril 1993. Cette disposition vise, en effet, à éviter les abus que pourraient commettre des entreprises de recouvrement recouvrant à des pratiques trop „musclées". Ce risque existe surtout pour des dettes dont le paiement paraît d'ores et déjà compromis. Il ne se présente guère pour des portefeuilles plus ou moins homogènes de créances, le plus souvent d'excellente qualité, susceptibles d'être acquis par un organisme de titrisation. Le recouvrement de ces créances sera sans doute souvent assuré depuis l'étranger dans la mesure où la plupart des cédants s'y trouveront. Or, dans ce cas, la disposition précitée n'a de toute manière pas vocation à s'appliquer.

Article 61:

Cet article reconnaît, en premier lieu, la faculté à l'organisme de titrisation de charger un tiers, y compris le cédant, du recouvrement des créances qu'il a titrisées.

Pour protéger l'organisme de titrisation contre l'effet d'une procédure collective, spécialement une faillite, de la part de la personne chargée de ce recouvrement, le deuxième alinéa lui reconnaît un droit de priorité sur toutes les sommes encaissées pour son compte, avant l'ouverture d'une telle procédure. L'organisme de titrisation échappera ainsi à la loi du concours et pourra réclamer les sommes en question sans que les autres créanciers, pas plus que leur représentant, un curateur de faillite puisse s'y opposer. Cette revendication pourra s'exercer nonobstant le caractère fongible des sommes reçues et constitue donc un authentique privilège sur celles-ci. La règle s'inspire directement de l'article 24 de la Convention des Nations Unies sur la cession de créances dans le commerce international, signée par le Luxembourg, et de l'article 11 :401 des Principes de Droit Européen de Contrats (Principles of European Contract Law, Part III, edited by Lando, Clive, Prüm, Zimmermann, Kluwer Law International, 2003). La solution a pour effet de renforcer sensiblement la sécurité, économique comme juridique, des opérations de titrisation soumises au droit luxembourgeois, spécialement celles impliquant un cédant soumis également à ce droit.

Dans les titrisations d'actifs, les biens ou créances acquis par l'organisme de titrisation constituent la garantie essentielle des investisseurs. Il s'agit donc de protéger ces derniers contre une cession de ces actifs ou leur mise en gage par l'organisme de titrisation. Tel est l'objet du présent article.

En ce qui concerne les cessions, la sécurité offerte aux investisseurs tient essentiellement à la transparence dans laquelle celles-ci doivent intervenir. De telles cessions doivent, en effet, être prévues, du moins dans leur principe, par les documents constitutifs de l'organisme de titrisation. Les statuts ou le règlement de gestion peuvent cependant se contenter d'envisager l'éventualité de cessions dont ils arrêtent simplement les modalités, c'est-à-dire la procédure selon laquelle elle devra être décidée, mais sans en fixer les termes exacts, en particulier le volume ou le prix.

Concernant les sûretés susceptibles d'être constituées sur les actifs, l'article prévoit qu'elles sont interdites, sous peine de nullité, sauf au profit d'un cercle limité de personnes. Ce cercle comprend essentiellement les investisseurs et leurs représentants ainsi que les créanciers dont l'intervention est nécessaire ou utile pour réaliser l'opération de titrisation. L'on songe, par exemple, aux contreparties d'un contrat d'échange de taux d'intérêt ou de devises ou d'un dérivé de crédit et aux différents intermédiaires qui ont contribué à structurer l'opération ou qui participent à sa gestion ou à son administration.

Dans la mesure où la garantie ou la sûreté est accordée à l'une de ces personnes, les deux derniers paragraphes de l'article sont destinés à en assurer l'efficacité. C'est ainsi qu'il est prévu d'étendre automatiquement l'assiette de la garantie aux accessoires et substituts des biens grevés. Dans la même optique, le risque d'une annulation de la garantie constituée en période suspecte au motif qu'elle couvrirait des engagements préexistants est évincé.

Le texte écarte aussi tout formalisme pour la constitution de ces garanties et leur opposabilité aux tiers dès lors qu'elles portent sur des créances. De telles garanties peuvent leur être opposées dans des conditions identiques à celles d'une cession de créances à ou par un organisme de titrisation, sans qu'il soit nécessaire d'en notifier l'existence aux débiteurs ou de recueillir leur assentiment. A défaut de solution contraire retenue par les parties, un bénéficiaire d'un nantissement sur des créances acquises par un organisme de titrisation est ainsi mis en possession dès la constitution de la sûreté, c.-à-d. dès la conclusion du contrat de nantissement.

TITRE IV

Les investisseurs et les créanciers

Chapitre 1 – *Les droits des investisseurs et des créanciers*

Article 62:

Il est de l'essence de la titrisation d'adosser les droits des investisseurs aux actifs que leur investissement a permis de financer. Ainsi, la définition de l'opération de titrisation de l'article 1er du projet retient que la valeur ou le rendement des valeurs mobilières émises par l'organisme de titrisation doivent être fonction de ceux des actifs acquis par le produit de cette émission ou mis à la disposition de l'organisme de titrisation pour couvrir les engagements qu'il a souscrits.

Le présent article renforce cette corrélation entre les droits des investisseurs et les actifs de l'organisme de titrisation en précisant que ceux-ci peuvent dépendre, le cas échéant, d'un compartiment de ce dernier. Afin de ne laisser aucun doute sur la portée de ce principe, celui-ci est exprimé à travers la double règle que les droits des investisseurs sont limités positivement aux actifs de l'organisme de titrisation ou du compartiment auquel ils sont attachés (paragraphe 1) et qu'en conséquence ces actifs leur sont réservés (paragraphe 2).

Une solution parallèle est consacrée pour les créanciers ordinaires – par opposition aux investisseurs – de l'organisme de titrisation. Elle signifie tout d'abord que ces derniers n'ont aucun recours direct contre les investisseurs, quelle que soit la structure de l'organisme de titrisation, c'est-à-dire même lorsque celui-ci prend la forme d'une copropriété. Son but est, par ailleurs, de créer une parfaite étanchéité entre les différents compartiments d'un organisme de titrisation en interdisant aux créanciers liés à l'un d'entre eux d'agir en exécution sur les actifs rattachés à un autre compartiment.

L'article fait ainsi des actifs de chaque compartiment le siège exclusif des droits des investisseurs et des créanciers adossés à ce compartiment. Il n'exclut cependant pas la possibilité pour les investisseurs

entre eux de convenir d'un partage des actifs d'un ou de plusieurs compartiments avec des investisseurs non liés à ces compartiments.

Article 63:

L'objectif de cette disposition est de rendre compte de pratiques courantes au plan international en matière de titrisation.

Elle permet tout d'abord à l'organisme de titrisation d'émettre des „trackers", c'est-à-dire des valeurs mobilières dont le rendement est fonction soit d'un compartiment déterminé, soit même de certains biens appartenant à l'organisme de titrisation indépendamment de la valeur et du rendement de l'organisme ou de ses compartiments.

L'organisme de titrisation peut ensuite émettre également des parts subordonnées, c'est-à-dire des titres dont le remboursement est subordonné au remboursement prioritaire d'autres titres, de certaines créances, voire de certaines catégories d'actions.

Afin de tenir compte des hypothèses où les actifs sont détenus par un organisme distinct de celui qui émet les titres, ces derniers peuvent évidemment dépendre aussi des actifs de l'organisme d'acquisition.

Alors qu'en droit commun des sociétés les actions doivent être d'égale valeur, le texte permet aux organismes de titrisation y compris donc aux sociétés de titrisation d'émettre des actions de valeur inégale. Dans ce cas, le droit de vote doit rester proportionnel à la quotité du capital représenté. Une solution équivalente est adoptée pour les obligations de valeur inégale.

Article 64:

Cet article confirme, en premier lieu, la possibilité pour des créanciers non investisseurs de subordonner l'exigibilité et le paiement de leur créance à celui d'autres créanciers, voire de certains investisseurs. Toutes les combinaisons pour structurer le capital et les dettes d'un organisme de titrisation sont ainsi permises offrant à celui-ci la plus grande flexibilité pour faire appel au marché des capitaux.

Pour conférer à de tels arrangements un maximum d'efficacité, il est prévu, par ailleurs, que les investisseurs et les créanciers d'un organisme de titrisation peuvent valablement renoncer à diligenter des mesures d'exécution contre celui-ci et à l'assigner en faillite.

Si le premier type de clause ne prête guère à discussion, la possibilité du second apparaît moins évidente en droit commun. Quoique la question n'ait fait l'objet que de très rares réflexions en doctrine et n'ait pas donné lieu à jurisprudence récente, la validité des clauses par lesquelles un créancier renonce à assigner en faillite demeure incertaine. Le présent article écarte tout doute en les reconnaissant formellement.

Le dernier paragraphe renforce les dispositions précédentes en permettant d'opposer à toute poursuite engagée en violation d'une renonciation une véritable fin de non-recevoir.

Article 65:

Ce texte a pour objet de rendre opposables à tous les intéressés les conditions d'émission et de remboursement des valeurs mobilières émises par un organisme de titrisation. Ces conditions s'imposent ainsi notamment aux curateurs de faillite et aux mandataires chargés de l'éventuelle liquidation de l'organisme de titrisation.

La même règle est prévue pour les créanciers qui ont accepté de soumettre le paiement de leurs créances à des conditions particulières.

Si ces solutions ne dérogent pas au droit commun, il a paru utile de les consacrer formellement afin d'éviter tout doute dans l'esprit des investisseurs, souvent étrangers.

Article 66:

Lorsqu'un organisme de titrisation, quelle qu'en soit la forme, émet des titres de créance, le présent article réserve aux porteurs de ces titres le bénéfice d'une représentation collective telle qu'elle est organisée par la loi du 9 avril 1987 concernant la représentation des obligataires (art. 86 et s. de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales). Dans l'hypothèse où l'organisme est constitué sous la forme d'un fonds, le second paragraphe de l'article prévoit la mesure d'adaptation nécessaire pour l'application de ces règles.

Le recours au régime de la représentation des obligataires n'est cependant édicté que sous la réserve que les investisseurs concernés n'aient pas décidé de se doter d'une autre forme d'organisation en confiant la défense de leurs intérêts à un représentant-fiduciaire, dont le statut est défini par la section suivante du présent projet de loi.

Par ailleurs, le présent article introduit une certaine souplesse dans le régime de la représentation des obligataires en permettant, en particulier, aux investisseurs de l'aménager y compris en y dérogeant. Cette possibilité n'existe en droit commun des sociétés qu'à condition que l'émission soit soumise à un droit étranger. Elle est donnée ici même pour les émissions par des sociétés luxembourgeoises et régies par le droit luxembourgeois.

Chapitre 2 – *Les représentants-fiduciaires*

La confiance que les investisseurs comme les créanciers sont susceptibles d'accorder à un organisme de titrisation dépend largement de la sécurité juridique de leurs droits vis-à-vis de celui-ci. Or, l'efficacité de ces droits est elle-même conditionnée par les mécanismes permettant la prise en compte des intérêts communs des investisseurs et de ceux des créanciers. Leur protection se trouverait, en effet, compromise si chaque investisseur et chaque créancier était obligé d'exercer ses droits individuellement. Au surplus, ce concours inorganisé, stimulé par le prix de la course, ne manquerait pas de compromettre l'équilibre financier de l'organisme de titrisation.

Pour pallier ces inconvénients, la pratique recourt habituellement à des formules de représentation collective des investisseurs. Dans le système juridique anglo-saxon l'institution du «trust» fournit à cet effet une solution attrayante. Elle permet de charger des professionnels indépendants de la gestion et de la défense des intérêts des investisseurs et, le cas échéant, de certains créanciers. Les fonctions de ces «security trustees» dépassent ordinairement celles d'un simple mandataire. Au-delà de la représentation des investisseurs et des créanciers, leur rôle consiste également à prendre et détenir toutes sortes de sûretés et garanties au bénéfice de ces derniers, à veiller que l'organisme de titrisation gère correctement les opérations de titrisation qu'il a accomplies pour prévenir immédiatement les investisseurs et les créanciers représentés d'une éventuelle dégradation de sa situation financière, à prendre en charge, si nécessaire, les relations que l'organisme de titrisation a nouées avec des tiers pour assurer l'équilibre de ses opérations, etc.

L'objet du présent chapitre est d'offrir un cadre sécurisant pour accueillir l'intervention de professionnels proposant les services d'un „security trustee“. La démarche poursuivie à cette fin s'oriente autour de deux lignes directrices.

Pour ancrer le mieux possible cette nouvelle activité dans notre système juridique, il a paru important, en premier lieu, de fonder son régime sur les techniques bien connues des contrats de représentation – mandat et CSSF – et de la fiducie en s'inspirant, au surplus, de la manière dont celles-ci sont utilisées, déjà à l'heure actuelle, en droit des sociétés, en particulier, pour la protection des obligataires. L'appellation retenue de „représentant-fiduciaire“ rappelle cet ancrage.

Certains pouvoirs et prérogatives exceptionnels n'en sont pas moins reconnus aux „représentants-fiduciaires“ lorsque la protection des intérêts des investisseurs et des créanciers le justifie. Eu égard à ces droits et sur la conviction que l'intervention des „représentants-fiduciaires“ doit jouir de la plus grande sécurité, il est prévu, d'autre part, de réserver cette fonction à des professionnels agréés en tant que tels par le Ministre responsable du secteur financier.

Aussi le régime des „représentants-fiduciaires“ est-il organisé dans deux sections consacrées respectivement à leurs droits et pouvoirs et au contrôle auquel ils sont soumis.

Section 1 – Droits et pouvoirs des représentants-fiduciaires

Article 67:

Le premier article consacré aux représentants-fiduciaires sert essentiellement à prévoir leur intervention dans le cadre des opérations de titrisation en définissant, dans ses grands traits, leur rôle.

Il définit, par ailleurs, le champ d'application des dispositions qui suivent en posant le même critère de localisation que celui retenu pour les organismes de titrisation eux-mêmes.

Article 68:

La nomination d'un représentant-fiduciaire résulte d'un contrat conclu avec les investisseurs et les créanciers dont il doit défendre les intérêts. Le présent article fixe d'abord le contenu obligatoire de cet accord. Celui-ci doit identifier les groupes de personnes représentées, qui peuvent comprendre indifféremment tout ou partie des investisseurs ou des créanciers. Il doit également définir la mission exacte du représentant-fiduciaire et ses pouvoirs. Pour assurer la pérennité de la protection, l'accord doit enfin prévoir un mode de remplacement du représentant-fiduciaire.

Les relations entre le représentant-fiduciaire et les personnes pour le compte desquelles il intervient étant nécessairement gouvernées par ce contrat, le deuxième paragraphe de l'article dispense l'adhésion des créanciers et des investisseurs qui désirent être représentés de tout formalisme. Dès lors qu'ils les ont acceptés et de quelque manière qu'ils l'aient fait, les termes du contrat s'imposent ainsi à eux. Pour les investisseurs, l'article dispose au surplus que l'adhésion à l'accord résulte de plein droit de l'acquisition d'une valeur mobilière dont le contrat d'émission prévoit l'intervention d'un représentant-fiduciaire.

Article 69:

Pour permettre au représentant-fiduciaire d'agir le plus aisément vis-à-vis des tiers comme de l'organisme de titrisation, le présent article lui réserve d'office un pouvoir général de représentation, y compris en justice, tout en le dispensant d'avoir à indiquer l'identité individuelle des investisseurs ou créanciers représentés.

Mais, l'efficacité de l'intervention d'un représentant-fiduciaire suppose également que celui-ci ne soit pas gêné dans ses actions par des initiatives isolées d'investisseurs ou de créanciers. A l'instar de la solution admise dans le domaine de la représentation des obligataires, l'article ci-dessus prive provisoirement les créanciers et investisseurs de l'exercice individuel de leurs droits. Cette suspension n'atteint évidemment pas l'existence de ces droits et s'éteint automatiquement dès lors que cessent les fonctions du représentant-fiduciaire ainsi que lorsque celui-ci n'est plus en mesure de représenter leurs intérêts.

Article 70:

L'article 66 ci-dessus rend le régime de la représentation des obligataires, tel qu'il résulte des articles 87 à 97 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales, applicable aux titres de créances émis par un organisme de titrisation.

La présente disposition permet aux porteurs de tels titres de confier les fonctions de représentation visées par le régime précité à un représentant-fiduciaire. Afin de garantir un cumul harmonieux entre ces deux fonctions, les parties peuvent librement aménager le régime institué par la loi de 1915. Les dérogations à celui-ci peuvent résulter non seulement du contrat d'émission des titres, comme le prévoit également l'article 66, mais aussi de l'acte définissant les missions du représentant-fiduciaire.

Article 71:

Le statut du représentant-fiduciaire présente l'originalité de s'appuyer autant sur le mandat que sur la fiducie. La combinaison de ces deux figures contractuelles lui assure la possibilité d'agir tant au nom et pour le compte des investisseurs et créanciers, qu'en son nom et pour son propre compte mais dans l'intérêt des investisseurs et des créanciers. La seconde voie s'avère particulièrement intéressante lorsque le représentant-fiduciaire est appelé à détenir des droits, en particulier, des garanties et des sûretés, ou de recevoir des paiements au bénéfice des investisseurs et des créanciers.

Cela lui permet, par exemple, d'accepter un gage sur certains actifs de l'organisme de titrisation et de gérer celui-ci au mieux des intérêts des créanciers et investisseurs qui l'ont nommé. Le texte l'autorise, par ailleurs, à encaisser des créances appartenant à ces derniers comme s'il en était personnellement titulaire, c'est-à-dire, avec effet libératoire pour le débiteur. De la sorte, les sûretés constituées en faveur du représentant-fiduciaire peuvent garantir directement des créances du constituant envers les investisseurs et des créanciers pour le compte desquels celui-ci intervient.

Pour extraordinaires qu'elles puissent paraître a priori, ces solutions se justifient pleinement au regard de l'essence de la fiducie dont l'objet est la création d'un patrimoine d'affectation. Celui-ci étant constitué dans l'intérêt direct et exclusif des investisseurs et créanciers représentés, il doit pouvoir servir à éteindre leurs créances sur l'organisme de titrisation. A la place de ces créances les investisseurs et les créanciers disposent, en effet, d'une action personnelle sur le représentant-fiduciaire dont l'exécution

est garantie, dans des conditions optimales, par la réservation à leur profit du patrimoine fiduciaire. Le régime général de la fiducie offre à cet égard toutes les garanties en isolant ce patrimoine du patrimoine personnel du fiduciaire et en le préservant contre les mesures d'exécution de tiers. Pour accroître cette sécurité, le présent article met au surplus les droits, les garanties et les paiements reçus par le représentant-fiduciaire en qualité de fiduciaire à l'abri de toute contestation lorsqu'ils auraient été consentis en période suspecte.

Article 72:

Dans la pratique anglo-saxonne, les „security trustees" se voient communément reconnaître la faculté de se substituer au véhicule de titrisation dans l'exécution des contrats que ce dernier a pu conclure avec des tiers. Ce droit d'immixtion doit permettre au „security trustee" de veiller à ce que ces contrats soient gérés au mieux des intérêts des investisseurs.

Le présent article sert à reconnaître cette technique en validant les cessions de contrats ou de certains droits ou actions attachés à un contrat qu'un organisme de titrisation peut consentir au représentant-fiduciaire. Il lève par la même occasion le doute persistant sur l'application de l'article 1690 du code civil à une telle cession, en la rendant opposable aux tiers, y compris au cocontractant de l'organisme de titrisation, dès sa conclusion et en dehors de tout formalisme. De la même façon que pour les cessions de créances à ou par un organisme de titrisation, la protection du cocontractant est assurée en lui laissant la possibilité de s'exécuter entre les mains de l'organisme de titrisation tant qu'il ignore la cession. Pour renforcer la sécurité de telles cessions de contrats ou de droits ou actions contractuels, la disposition écarte, par ailleurs, tout risque de remise en cause au cas où elles auraient été consenties par un organisme de titrisation alors qu'il se trouvait déjà en cessation de paiement.

Article 73:

En fonction des droits et actions qui lui ont été cédés, le représentant-fiduciaire peut avoir intérêt à recourir au service d'un professionnel spécialisé pour gérer ces droits et actions. Il pourrait en être ainsi, par exemple, lorsque le représentant-fiduciaire s'est fait confier le droit de se substituer à l'organisme de titrisation dans une série de contrats couvrant l'équilibre financier de l'opération de titrisation – tels des contrats d'échange de devises et de taux d'intérêts, des produits dérivés ordinaires et des dérivés de crédit – que seul un financier spécialisé disposant d'une bonne connaissance et occupant un rôle actif sur les marchés concernés peut gérer.

Le présent article autorise le représentant-fiduciaire à se substituer un tel professionnel. Il règle, par ailleurs, la question du partage des responsabilités entre le représentant-fiduciaire et la personne qu'il s'est substituée en s'inspirant de la solution qui régit l'hypothèse voisine du sous-mandataire. En effet, quoique le représentant-fiduciaire n'intervienne en l'espèce pas comme mandataire de l'organisme de titrisation, mais en qualité de fiduciaire des investisseurs et des créanciers, il a paru équitable de limiter sa responsabilité selon les critères posés par l'article 1994 du code civil. En contrepartie, les investisseurs et les créanciers bénéficient d'une action directe contre la personne que le représentant-fiduciaire s'est substituée. A cet effet, le pouvoir général de représentation du représentant-fiduciaire est ici exclu.

Article 74:

Parmi les pouvoirs spéciaux que la pratique revendique pour les „security trustees", figure celui de surveiller la bonne gestion du véhicule de titrisation par ses organes afin de pourvoir, le cas échéant, au remplacement de tout ou partie de ceux-ci.

Sans aller jusqu'à permettre au représentant-fiduciaire de prendre directement ou indirectement le contrôle de l'organisme de titrisation surveillé – ce qui exposerait le représentant-fiduciaire à des risques qu'il n'a pas intérêt à assumer et ne serait guère compatible avec notre droit des sociétés – l'article ci-dessus permet de consacrer dans les documents constitutifs de l'organisme de titrisation la faculté pour un représentant-fiduciaire de demander le remplacement judiciaire de ces organes. Une telle demande doit cependant reposer sur des motifs graves.

Article 75:

La protection des intérêts des investisseurs et des créanciers d'un organisme de titrisation devient cruciale lorsque celui-ci doit être liquidé. Dans la mesure où ces investisseurs et créanciers ont décidé de nommer un ou plusieurs représentants-fiduciaires, il a paru logique de leur confier d'office le rôle de

liquidateur. Plutôt que d'être évincé par un tiers, le représentant-fiduciaire se trouve ainsi en mesure d'accomplir pleinement sa mission. C'est en ce sens également que le texte ne laisse point la faculté au représentant-fiduciaire de refuser ce nouveau rôle, sauf clause contraire dans l'acte de nomination. Il est entendu que le représentant-fiduciaire n'intervient que pour le compte des investisseurs et des créanciers qui l'ont nommé. S'il en existe d'autres, un liquidateur supplémentaire devra être nommé qui se chargera de leurs intérêts.

Article 76:

A titre supplétif, le présent article retient comme critère d'appréciation de la responsabilité du représentant-fiduciaire vis-à-vis des investisseurs et des créanciers qui l'ont nommé la qualité de mandataire salarié. La référence est conforme à celles valant pour les représentants d'obligataires (Cf. art. 90 de la loi du 10 août 1915) et pour les fiduciaires.

Article 77:

La sécurité des investisseurs et des créanciers n'est point compatible avec une rupture dans leur représentation et dans la gestion collective de leurs intérêts. L'éventualité d'un remplacement du représentant-fiduciaire ne pouvant cependant être exclue, le présent article veille à limiter les inconvénients d'une telle situation. Il prévoit, à cet effet, d'abord la transmission automatique et sans formalités de tous les droits et de toutes les actions au profit du nouveau représentant-fiduciaire. Il écarte ensuite tout temps mort dans l'hypothèse où le remplacement intervient à la suite d'une démission du représentant-fiduciaire initial. Ce dernier ne se trouve ainsi délié de ses obligations qu'à partir du moment où sa relève est assurée. La solution ne s'applique pas aux autres où le remplacement (révocation, perte d'agrément, etc.) doit devenir effectif le plus rapidement possible.

Article 78:

Tout représentant-fiduciaire agit nécessairement dans l'intérêt collectif des investisseurs et des créanciers qui l'ont nommé. Il s'agit donc de ne pas permettre à chaque investisseur ou créancier de le révoquer individuellement.

Aussi le présent article encadre-t-il les actions en remplacement en obligeant les créanciers et investisseurs de saisir la CSSF en la persuadant de l'existence d'un motif grave. Le filtrage de la CSSF permettra d'assurer aux fonctions du représentant-fiduciaire la stabilité nécessaire. Sa décision est susceptible d'être contestée devant le tribunal administratif.

Ce régime n'est toutefois posé qu'à titre supplétif et laisse la liberté aux parties de convenir de tout autre mode de décision pour remplacer un représentant-fiduciaire, voire pour mettre fin à sa mission: recours à l'arbitrage, à la loi de la majorité, etc. Il va de soi que le recours à la CSSF ne se justifie point lorsque les mécanismes prévus par le contrat peuvent être utilement mis en oeuvre.

Section 2 – Agrément obligatoire des représentants-fiduciaires

Article 79:

Les prérogatives importantes susceptibles d'être reconnues à un représentant-fiduciaire justifient de soumettre l'exercice de cette activité à un contrôle. Le modèle utilisé à cette fin est celui des professionnels du secteur financier autres que les établissements de crédit tel qu'il est organisé par le chapitre second de la première partie de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

Les représentants-fiduciaires doivent ainsi requérir un agrément du Ministre ayant dans ses attributions la Commission de surveillance du secteur financier. Leur activité est obligatoirement spécialisée sur la fonction de représentant-fiduciaire et ne peut s'étendre à des domaines annexes que de façon accessoire et utile à leur fonction principale.

Article 80:

L'article ci-dessus précise les conditions d'agrément auxquelles doivent satisfaire les représentants-fiduciaires. Ces exigences concernent, de façon classique, leur statut et le seuil minimum de leur surface financière, la transparence de l'actionnariat, l'honorabilité des organes d'administration et de direction ainsi qu'une assurance sur la compétence et l'expérience professionnelle des personnes qui seront en charge de la gestion.

Article 81:

Cet article décrit les conditions formelles de la demande d'agrément.

Article 82:

Cet article régit la procédure et la décision d'agrément tout en précisant que celui-ci est accordé sans limitation dans le temps.

Article 83:

Les conditions d'agrément devant être satisfaites de façon continue, le présent article oblige les représentants-fiduciaires à prévenir la CSSF de tout changement d'actionnariat ou dans la composition des organes de direction ou d'administration ou des personnes en charge de la gestion.

Article 84:

Les conditions dans lesquelles un représentant-fiduciaire perd son agrément sont identiques à celles qui prévalent pour les P.S.F.

TITRE V

Sanctions

Article 85:

A l'instar de la sanction qui menace les autres professionnels surveillés du secteur financier (Cf. article 63 de la loi du 5 avril 1993), la CSSF dispose d'un pouvoir de sanction contre les administrateurs, gérants, directeurs et liquidateurs d'un organisme de titrisation agréé.

TITRE VI

Dispositions modificatives

Article 86:

Les organismes de titrisation comme les représentants-fiduciaires constituant de nouvelles catégories d'acteurs du secteur financier, il convient de les exclure de la liste des professionnels du secteur financier autres que les établissements de crédit (ou „P.S.F.") régis par le second chapitre du premier titre de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

Article 87:

Le présent article est destiné à adapter la loi organique de la CSSF aux dispositions du présent projet.

Article 88:

L'utilité du recours à la fiducie pour protéger les intérêts des investisseurs et des créanciers a été démontrée tout au long du présent projet. Celle-ci n'offre cependant la sécurité voulue qu'à condition que les représentants-fiduciaires puissent bénéficier du régime légal de la fiducie au même titre que les organismes de titrisation.

Article 89:

a) L'article 22bis permet de réaliser certains échanges de titres en neutralité fiscale. La modification proposée exclut de l'application de l'article 22bis les valeurs mobilières émises par un organisme de titrisation.

b) La modification proposée à l'article 25 L.I.R. oblige l'organisme de titrisation d'acquérir le bien titrisé à sa juste valeur et enlève au cédant la possibilité d'échapper à une imposition de plus-values réalisées lors de la transaction.

c) La modification proposée à l'article 46 L.I.R. procède d'un souci de transparence. Elle entend transposer dans le texte de l'article 46 de la loi concernant l'impôt sur le revenu la finalité de neutralité fiscale voulue pour le véhicule de titrisation. Afin de garantir une symétrie de traitement – déduction

dans le chef de la société de titrisation des sommes à verser aux investisseurs/imposition desdites sommes dans le chef des investisseurs – une restriction de la déductibilité des engagements vis-à-vis des investisseurs aux sommes réellement distribuées semble nécessaire. Cette déduction est limitée à concurrence du montant effectivement distribué jusqu'à la fin de l'exercice d'exploitation suivant celui pendant lequel la comptabilité a tenu compte des charges à assumer en vue d'honorer les engagements des investisseurs.

d) L'article 97 L.I.R. est remanié pour tenir compte de la finalité du projet de loi en disposant que les sommes versées à l'investisseur en rémunération de sa mise sont toujours à considérer comme intérêts, et ceci même si elles sont allouées sous forme de dividendes. L'assimilation des versements à des intérêts perçus dans le chef de l'investisseur prive celui-ci de l'application des articles 115 numéro 15a (atténuation de la double imposition économique de revenus déjà imposés dans le chef d'une société de capitaux-dividendes, etc.) et 166 L.I.R. (régime des sociétés mère et filiales).

e) Pour éviter de possibles abus, la modification proposée à l'article 164bis L.I.R. exclut les sociétés de titrisation de l'application du régime de l'intégration fiscale.

Article 90:

L'ajout proposé au paragraphe 3 VStG est motivé par un souci légitime de transparence, les dispositions fiscales étant à intégrer dans les lois fiscales, et non dans des lois spéciales. Il a pour but d'exonérer la société de titrisation de l'impôt sur la fortune parce que l'exigibilité de cet impôt serait contraire à l'exigence de neutralité fiscale.

*

PROJET DE REGLEMENT 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

TEXTE DU PROJET

Nous HENRI, Grand-Duc de Luxembourg, Duc de Nassau;

Vu l'article 166, alinéa 9, de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu;

Notre Conseil d'Etat entendu;

Sur le rapport de Notre Ministre des Finances et après délibération du Gouvernement en Conseil;

Article unique.– A l'article 1er du 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, l'alinéa (1) est complété par l'ajout de la phrase suivante: „Les participations détenues dans un organisme de titrisation sont exclues du champ d'application du présent règlement."

Notre Ministre des Finances est chargé de l'exécution du présent règlement qui sera publié au Mémorial.

*

EXPOSE DES MOTIFS

L'article 166 L.I.R. régit les conditions d'application du privilège des sociétés mère et filiales („Schachtelprivileg"). Le règlement grand-ducal du 21 décembre 2001 pris en exécution de l'alinéa (9) de l'article 166 L.I.R. étend ce privilège aux revenus dégagés par la cession d'une participation ainsi privilégiée. Pour éviter de possibles abus, la modification proposée à ce règlement grand-ducal exclut les participations détenues dans un organisme de titrisation du privilège des sociétés mère et filiales.