



---

CHAMBRE DES DÉPUTÉS  
GRAND-DUCHÉ DE LUXEMBOURG

# Dossier consolidé

Projet de loi 5199

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 27 juillet 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

Date de dépôt : 02-09-2003

Date de l'avis du Conseil d'État : 19-12-2003

Auteur(s) : Monsieur Luc Frieden, Ministre du Trésor et du Budget

## Liste des documents

<b>Date</b>	<b>Description</b>	<b>Nom du document</b>	<b>Page</b>
02-09-2003	Déposé	5199/00	<u>3</u>
19-12-2003	Avis du Conseil d'Etat (19.12.2003)	5199/01	<u>44</u>
16-01-2004	Avis de la Chambre de Commerce (16.1.2004)	5199/02	<u>59</u>
04-02-2004	Dépêche du Président de la Chambre des Députés au Président du Conseil d'Etat (4.2.2004)	5199/03	<u>68</u>
04-02-2004	Avis de la Banque Centrale Européene (4.2.2004)	5199/04	<u>71</u>
19-02-2004	Rapport de commission(s) : Commission des Finances et du Budget Rapporteur(s) :	5199/05	<u>79</u>
16-03-2004	Dispense du second vote constitutionnel par le Conseil d'Etat (16-03-2004) Evacué par dispense du second vote (16-03-2004)	5199/06	<u>107</u>
31-12-2004	Publié au Mémorial A n°46 en page 720	5199	<u>110</u>

5199/00

## 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:**

	<i>page</i>
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 à 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 les fonds, qu’ils interviennent en qualité de copropriétaires ou de fiduciaires, 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 prévoit, 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 agréé, 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 président 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 publie 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 tenter 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 peut 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 où 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 fiduciaires, 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 „réaliser“ 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'actionariat, 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.

5199/01

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

Session ordinaire 2003-2004

---

---

**PROJET DE LOI**

relative à la titrisation et portant modification de

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

\* \* \*

**AVIS DU CONSEIL D'ETAT**

(19.12.2003)

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

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

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

\*

**CONSIDERATIONS GENERALES**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\*

## EXAMEN DES ARTICLES

### *Intitulé*

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

### *Article 1er*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### *Articles 2 et 3*

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

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

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

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

#### Articles 4 et 5

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

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

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

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

#### Article 6

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

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

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

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

#### Article 7

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

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

### Article 8

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

### Article 9

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

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

### Article 10

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

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

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

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

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

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

### Articles 11 et 12

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

### Article 13

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

### Article 14

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

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

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

### Articles 15 et 16

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

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

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

### Articles 17 et 18

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

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

### Articles 19 à 21

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

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

### Articles 22 à 26

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

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

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

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

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

#### *Articles 27 à 31*

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

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

#### *Articles 32 à 36*

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

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

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

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

#### *Articles 37 à 46*

Sans observation.

#### *Article 47*

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

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

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

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

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

#### *Articles 48 à 50*

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

#### *Articles 51 et 52*

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

#### *Article 53*

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

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

#### *Articles 54 et 55*

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

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

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

#### *Articles 56 à 58*

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

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

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

#### *Article 59*

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

#### *Articles 60 et 61*

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

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

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

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

#### *Article 62*

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

#### *Article 63*

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

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

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

#### *Article 64*

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

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

#### *Articles 65 et 66*

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

#### *Articles 67 à 69*

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

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

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

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

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

#### *Article 70*

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

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

*Article 71*

Sans observation.

*Article 72*

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

*Article 73*

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

*Articles 74 à 76*

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

*Articles 77 et 78*

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

*Article 79*

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

*Article 80*

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

*Articles 81 à 84*

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

*Article 85*

Sans observation.

*Article 86*

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

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

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

*Articles 87 et 88*

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

*Article 89*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### *Article 90*

Sans observation.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 19 décembre 2003.

*Le Secrétaire général,*  
Marc BESCH

*Le Président,*  
Pierre MORES

Service Central des Imprimés de l'Etat

5199/02

**N° 5199<sup>2</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2003-2004

---

---

**PROJET DE LOI**

relative à la titrisation et portant modification de

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier
- la loi du 27 juillet 2003 sur le trust et les contrats fiduciaires
- la loi modifiée du 4 décembre 1967 relative à l'impôt sur le revenu
- la loi modifiée du 16 octobre 1934 concernant l'impôt sur la fortune
- la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée

\* \* \*

**AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE**

(16.1.2004)

Par sa lettre du 22 juillet 2003, Monsieur le Ministre du Trésor et du Budget a bien voulu saisir la Chambre de Commerce pour avis du projet de loi sous rubrique.

\*

**APPRECIATION GENERALE**

L'objet du présent projet de loi est de mettre en place au Luxembourg un cadre propice au développement des activités de titrisation. Les opérations de titrisation fonctionnent déjà depuis un certain temps même en l'absence de base légale proprement dite. L'objectif du présent projet de loi est d'encadrer d'un point de vue légal ces opérations en créant un dispositif juridique attractif pour ce type d'activités afin que celui-ci puisse constituer le cas échéant un atout majeur pour le développement ultérieur de la place financière luxembourgeoise. Il y a cependant lieu de rappeler que les activités de titrisation n'ont rien de spécifiquement luxembourgeois, mais que d'autres places financières, notamment anglo-saxonnes, s'en ont déjà fait une spécialité. Pareillement, d'autres pays se sont dotés d'une législation spécifique aux opérations de titrisation, de sorte que le Luxembourg ne bénéficiera pas de l'avantage de précurseur en cette matière.

Dans ce contexte de concurrence réglementaire, la Chambre de Commerce demande que le texte sous analyse prenne en compte certaines considérations, à la fois en ce qui concerne son champ d'application, mais aussi en ce qui concerne certains aspects plus techniques et surtout celles relatives à la fiscalité applicable aux opérations de titrisation. En effet, parmi toutes les modifications proposées par la Chambre de Commerce, celles ayant trait à la fiscalité sont absolument indispensables afin d'éviter que des dispositions prohibitives de la titrisation ne voient le jour et ne mettent en péril les efforts faits par les auteurs du texte pour permettre à la place financière luxembourgeoise de disposer d'un réel outil de promotion de la titrisation. Les propositions de modifications concernant les dispositions fiscales peuvent se résumer comme suit:

- premièrement, il est important que l'échange de titres bénéficie de la neutralité fiscale,

- deuxièmement que le prix d'acquisition d'un bien acquis par un organisme de titrisation ne doive pas nécessairement correspondre à la valeur estimée de réalisation du bien et,
- troisièmement, que la restriction apportée à la déductibilité des dépenses d'exploitation dans le chef de l'organisme de titrisation, à savoir la limitation des engagements vis-à-vis des investisseurs aux sommes réellement distribuées jusqu'à la fin de l'exercice d'exploitation suivant celui de la prise en charge, soit retirée du projet de loi sous analyse.

En conclusion, la Chambre de Commerce accueille favorablement le présent projet de loi qui devrait constituer une opportunité pour la place financière. Toutefois, elle aimerait insister sur le fait qu'elle requiert que les modifications fiscales susénoncées et détaillées plus loin soient apportées au projet, sous peine d'hypothéquer le régime luxembourgeois de titrisation dès son départ, l'empêchant de prendre son envol.

\*

## 1. LE CHAMP D'APPLICATION

1.1. Le projet de loi prévoit en son article premier des définitions objectives de la titrisation ainsi que des organismes de titrisation qui sont susceptibles de tomber dans le champ d'application de la loi. Il s'ensuit que des opérations élaborées en dehors du cadre de la loi pourraient être qualifiées d'opérations de titrisation au sens de la loi et tomber sous son champ d'application.

Une telle qualification pourrait avoir des conséquences inattendues, en particulier pour les opérations et organismes de titrisation mis en place antérieurement à l'entrée en vigueur de la loi. Dans la mesure où un nombre important de structures de titrisation utilisant des véhicules luxembourgeois ont déjà été mises en place, et étant donné que ces structures sont toutes très différentes et élaborées sur mesure pour répondre à des exigences spécifiques à chaque type de transaction, il est très difficile, sinon impossible de déterminer quel sera l'impact, éventuellement négatif, de l'application de la loi sur ces structures.

Afin d'éviter ce risque, la Chambre de Commerce propose dès lors de prévoir que la loi ne s'appliquera pas aux structures de titrisation et aux véhicules de titrisation existant avant son entrée en vigueur, sauf si les parties ont clairement exprimé le souhait de s'y soumettre.

1.2. Le champ d'application du texte est extrêmement large puisqu'il vise à couvrir non seulement les opérations de titrisation de créances mais aussi les opérations portant sur tout type de biens et de risques. La Chambre de Commerce estime que ce champ d'application large contribuera à l'attrait au niveau international du régime luxembourgeois de la titrisation en admettant des structures de titrisation innovatrices au régime légal de la titrisation.

La Chambre de Commerce voudrait cependant rendre attentif au fait qu'il ne peut être exclu que cet élargissement du champ d'application puisse également entraîner certains inconvénients. Ainsi, la titrisation étant une opération consistant en la transformation d'un bien en un titre négociable, des structures qui ne sont pas, à strictement parler, des opérations de titrisation pourraient tomber sous le champ d'application de la loi, ce qui n'était certainement pas l'intention des auteurs du projet de loi.

De surcroît, il n'est pas exclu que, dans certaines hypothèses, il peut être opportun de procéder à des opérations de titrisation en dehors du champ d'application de cette loi. La Chambre de Commerce est d'avis que cette faculté devrait être offerte aux opérateurs afin de leur laisser toute la flexibilité nécessaire. Dans un tel cas, les opérations seraient réalisées suivant les règles du droit commun.

La Chambre de Commerce suggère dès lors de prévoir que les dispositions de la loi trouveront à s'appliquer uniquement lorsque les parties ont entendu s'y soumettre volontairement. En conséquence, elle propose de modifier le paragraphe (2) de l'article 1er du projet de loi comme suit:

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

Cette modification permettrait par ailleurs aux organismes de titrisation existant au moment de l'entrée en vigueur de la loi de se soumettre au nouveau régime en modifiant leurs statuts ou leur règlement de gestion afin d'y inclure une disposition expresse en ce sens.

\*

## 2. L'ENREGISTREMENT DES ACTES RELATIFS A UNE OPERATION DE TITRISATION

L'article 10 (3) du projet actuel prévoit que le règlement de gestion d'un fonds de titrisation doit être déposé auprès du Registre de commerce et des sociétés. Un tel dépôt est certainement utile et nécessaire dans la mesure où il permet aux tiers de prendre connaissance d'un nombre important d'informations.

Or, ce dépôt nécessite en principe préalablement l'enregistrement du règlement de gestion et, partant, sa traduction en langue française ou allemande, alors qu'un tel document est en pratique le plus souvent rédigé en langue anglaise, langue la plus couramment utilisée pour documenter l'ensemble de l'opération de titrisation.

Il est probable qu'à l'instar des règlements de gestion des fonds communs de placement, le règlement de gestion d'un fonds de titrisation consistera en un texte qui, dépassant de loin le contenu des stipulations normalement prévues dans les statuts d'une société de titrisation, reprend un grand nombre d'autres stipulations relatives à l'opération de titrisation. Cela nécessite un document volumineux qui est en plus susceptible de contenir de nombreux renvois à d'autres documents contractuels relatifs à l'opération. Ainsi, des dispositions indépendantes – au sens de la législation sur les droits d'enregistrement et les actes auxquels elles se réfèrent – seraient également soumises aux formalités d'enregistrement.

La nécessité de traduire l'intégralité de texte du règlement de gestion, ainsi que les actes auxquels se réfèrent les dispositions indépendantes de ce même règlement entraînerait dès lors souvent un travail considérable résultant dans un coût élevé augmenté de surcroît par la nécessité de s'acquitter du droit d'enregistrement pour les actes auxquels se réfèrent les dispositions indépendantes.

Plus généralement, et notamment en cas de litige devant les tribunaux luxembourgeois mais aussi éventuellement pour d'autres raisons, il n'est pas exclu que les différents actes conclus dans le cadre d'une opération de titrisation devront être soumis aux formalités de l'enregistrement au Luxembourg.

La Chambre de Commerce est d'avis que de tels coûts réduisent sensiblement l'attrait d'une opération de titrisation réalisée par un organisme de titrisation luxembourgeois, et ceci plus particulièrement pour des opérations de titrisation de volume réduit.

A titre d'exemple, la Chambre de Commerce se permet de mentionner les structures de titrisation destinées à profiter aux petites et moyennes entreprises, un créneau auquel la place de Luxembourg devra porter un intérêt accru. Il s'agit d'opérations qui sont le plus souvent de petit ou moyen volume et qui sont de ce fait extrêmement sensibles à chaque dépense supplémentaire nécessaire pour la mise en place de la transaction. Or, dans le passé, il s'est avéré que les petites et moyennes entreprises, un des principaux moteurs de l'économie, se retrouvent souvent, en raison des coûts, dans l'impossibilité de réaliser une opération de titrisation et sont dès lors dans l'impossibilité d'avoir recours aux mêmes sources avantageuses de financement que les entreprises multinationales, ce qui entraîne pour elles un certain désavantage concurrentiel. Même si la réduction voire l'élimination des coûts au niveau de l'enregistrement des actes conclus dans le cadre d'une opération de titrisation n'élimine certainement pas le problème des coûts d'une titrisation pour des opérations de petit ou moyen volume, une telle mesure serait certainement un pas dans la bonne direction pour permettre un plus grand accès à la source de financement que constitue la titrisation.

Cette approche n'est par ailleurs pas nouvelle. La Chambre de Commerce aimerait citer l'article 12 de la loi du 27 juillet 2003 relative au trust et aux contrats fiduciaires, dont la rédaction a inspiré la proposition de texte ci-dessous. La Chambre de Commerce propose dès lors d'ajouter à la fin du chapitre 4 de la loi un nouvel article 53 rédigé comme suit:

*„Art. 53.– (1) Toutes conventions conclues dans le cadre d'une opération de titrisation ainsi que tous autres actes relatifs à une telle opération sont dispensés des formalités de l'enregistrement, même lorsqu'il en est fait usage, par acte public, en justice ou devant toute autre autorité constituée, toutes les fois qu'ils n'ont pas un effet translatif de droits devant être transcrits, immatriculés ou*

*enregistrés portant sur un immeuble situé au Luxembourg, des aéronefs, des navires ou des bateaux de navigation intérieure immatriculés au Luxembourg. Toutefois ils peuvent être présentés à la formalité de l'enregistrement, auquel cas ils sont enregistrés au droit fixe.*

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

Le nouvel article exigera non seulement une nouvelle numérotation pour les articles qui suivent, mais surtout une attention particulière aux renvois croisés du texte.

\*

### **3. LES CONDITIONS D'AGREMENT DES ORGANISMES DE TITRISATION**

L'article 19 du projet de loi prévoit que les organismes de titrisation qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public doivent être agréés par la CSSF pour exercer leurs activités. La raison en est que les organismes de titrisation ne doivent pas, sans un contrôle approprié, se rapprocher de l'activité des établissements de crédit auxquels est réservée l'acceptation de dépôts. L'article 3 de la directive 2000/12/CE, retient que l'interdiction de l'activité de réception de dépôts ou d'autres fonds remboursables du public ne s'applique pas „aux cas visés expressément par les législations nationales ou communautaires, à condition que ces activités soient soumises à des règlements et contrôles visant à la protection des déposants et des investissements et applicables à ces cas“. C'est la raison pour laquelle les auteurs ont prévu, en dehors de l'agrément requis pour ce type d'organismes de titrisation, la garde des avoirs liquides et des valeurs mobilières par une banque dépositaire (article 22), la surveillance de ces organismes de titrisation (article 23), des règles destinées à limiter les dettes susceptibles d'être mises à charge d'un fonds de titrisation (article 12), ou encore un représentant-fiduciaire (chapitre 2 du titre IV) veillant aux intérêts des investisseurs. La Chambre de Commerce recommande toutefois de limiter l'obligation d'agrément aux seuls cas dans lesquels celui-ci est nécessaire au regard de la législation communautaire et de ne pas l'exiger dans le cas des organismes qui ne sont créés que pour une opération unique („special purpose vehicle“).

\*

### **4. PROTECTION DE L'ORGANISME DE TITRISATION CONTRE L'EFFET D'UNE PROCEDURE COLLECTIVE**

L'article 61 (2) vise à protéger l'organisme de titrisation contre l'effet d'une procédure collective à laquelle serait soumise la personne chargée du recouvrement des créances titrisées, Aux termes de cet article, l'organisme de titrisation dispose d'un rang de priorité sur toutes les sommes encaissées pour le compte de la personne chargée du recouvrement des créances titrisées ou du cédant, avant l'ouverture de procédure. Il s'agit de permettre à l'organisme de titrisation d'échapper à la loi du concours et de réclamer les sommes en question sans que d'autres créanciers ne puissent s'y opposer.

Ce rang de priorité peut être invoqué en cas de procédure collective ouverte au Luxembourg, conformément au principe de la territorialité applicable en matière de procédures collectives. En revanche, en présence d'un agent de recouvrement étranger, l'application de ce texte n'est pas certaine. Même s'il n'est pas exclu qu'une procédure d'insolvabilité soumise à un droit étranger puisse tenir compte du rang de priorité accordé à l'organisme de titrisation luxembourgeois, l'applicabilité de cette règle dépendra de la loi étrangère. Cette applicabilité territoriale limitée n'enlève toutefois rien à son mérite. En pratique, il sera sans doute préférable aux futurs organismes de titrisation de choisir une société de recouvrement luxembourgeoise, éventuellement filiale d'une société étrangère.

\*

## **5. CONSTITUTION DE SURETES ET GARANTIES EN FAVEUR DE TIERS PAR UN ORGANISME DE TITRISATION**

L'article 61 (3) du projet de loi sous analyse prévoit qu'un organisme de titrisation ne peut constituer de sûreté ou donner en garantie ses biens que dans certaines hypothèses limitativement énumérées. Les sûretés et garanties constituées en violation de cette disposition sont nulles de plein droit. Une telle disposition constitue une protection importante pour les intervenants à une opération de titrisation et notamment pour les investisseurs. Dans la mesure où elle augmente la sécurité juridique de la structure de titrisation mise en place, elle contribue aussi à l'obtention d'un *rating* plus favorable de la part des agences de notation et rend plus attrayant le régime luxembourgeois de la titrisation.

Le domaine de la titrisation étant un domaine en pleine évolution, il se peut cependant que cette limitation puisse, dans le futur, s'avérer trop étroite et empêcher ainsi la mise en place de certaines structures sous le régime luxembourgeois de la titrisation. La Chambre de Commerce propose de modifier cet article dans le sens à prévoir que les statuts ou le règlement de gestion puissent déroger à la disposition en cause. La protection établie par cet article 61 (3) ne se trouve pas amoindrie, dès lors que des structures peuvent être mises en place qui rendent pratiquement impossible toute modification des statuts ou du règlement de gestion sans l'accord de tous les participants à l'opération de titrisation, mais une telle disposition aurait l'avantage de marquer une plus grande flexibilité, ce qui contribuera à accroître les avantages sur le plan international de la future loi. En conséquence, la Chambre de Commerce propose de modifier l'article 61 (3) de la loi comme suit:

*„(3) A moins que les statuts ou le règlement de gestion ne le prévoient expressément, 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 et en violation du présent article sont nulles de plein droit.“*

\*

## **6. LE „REPRESENTANT-FIDUCIAIRE“**

Le projet de loi instaure la fonction de „représentant-fiduciaire“ dont le rôle est de gérer les intérêts des investisseurs et créanciers d'un organisme de titrisation (articles 67 et suivants). Toutefois, le terme de „représentant-fiduciaire“ peut prêter à confusion car il n'agit pas spécifiquement à titre fiduciaire. La Chambre de Commerce estime que l'appellation ne convient qu'au cas visé à l'article 71, c'est-à-dire lorsqu'il lui est donné le pouvoir d'agir en qualité de fiduciaire. Par conséquent, la Chambre de Commerce propose la dénomination „représentant des investisseurs et créanciers“.

\*

## **7. LA LOI APPLICABLE AUX CESSIONS DE CREANCES**

Les solutions retenues par le projet de loi sur les questions qui se posent en droit international privé à propos des cessions de créances sont celles de la Convention de Rome sur la loi applicable aux obligations contractuelles et de 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. Cette Convention n'est pas en vigueur actuellement, faute de signataires suffisants. Il est néanmoins probable que les solutions préconisées par cette Convention seront reprises dans le règlement communautaire qui vise à harmoniser les règles concernant la loi applicable aux obligations non contractuelles („Rome II“) et dont l'adoption par le Parlement européen est prévue au cours du premier semestre 2004. En effet, certaines voies doctrinales (Avis du „Groupe de Hambourg sur le Droit International Privé“ composé d'experts du Max Planck Institut) prônent l'adoption de ces solutions dans le règlement „Rome II“ en raison de l'absence, dans la Convention de Rome, de disposition spécifique aux conditions d'opposabilité aux tiers de la cession de créance. Selon cette doctrine, la tendance va vers l'application soit de la loi de la créance cédée, soit de la loi du lieu de résidence du cédant au moment de la cession. Cette dernière solution semble la plus appropriée en raison du fait que le cédant, et donc la loi applicable, sont clairement identifiables par toutes les parties aussi bien avant qu'après la cession. C'est la

raison pour laquelle les auteurs du projet de loi ont choisi de retenir la formulation de l'article 22 de la Convention de New York à l'article 58, alinéa 2, du projet de loi. La Chambre de Commerce salue ce choix.

\*

## 8. LE REGIME FISCAL

Le régime fiscal prévu par le projet de loi n'atteint pas le but voulu, à savoir permettre à Luxembourg des titrisations à des conditions au moins aussi favorables que partout ailleurs.

### 8.1. *En ce qui concerne les articles 89 a) et e)*

On ne comprend pas pourquoi, en matière de titrisation, les échanges de titres ne bénéficieraient pas de la neutralité fiscale.

De même, le commentaire de l'article 89 e) reste muet sur les „possibles abus“ auxquels mènerait en cette matière l'application du régime de l'intégration fiscale.

### 8.2. *En ce qui concerne l'article 89 b)*

Le texte de l'article 89 b) est justifié, selon le commentaire des articles, par le fait d'obliger l'organisme de titrisation à acquérir le bien titrisé à sa juste valeur et à enlever au cédant la possibilité d'échapper à une imposition de plus-values réalisées lors de la transaction. Ce texte est toutefois incompatible avec les mécanismes propres à la titrisation et peut aboutir à rendre une opération de titrisation impossible. Si un cédant, société luxembourgeoise, désire céder des créances à un organisme de titrisation, il doit nécessairement accorder une décote à l'organisme afin de prendre en compte le risque de non-paiement et le délai de paiement de ces créances. L'article 89 b) du projet aboutit à rendre une telle décote non déductible dans le chef du cédant, ce qui signifie pour lui une impossibilité pratique de recourir à la titrisation à cause de son coût fiscal excessif.

Par ailleurs, cette disposition oblige en fait la société de titrisation à évaluer dans son bilan les actifs titrisés à une valeur supérieure à leur prix d'acquisition. Dans la mesure où la société de titrisation établit son résultat fiscal par comparaison de fortune conformément à l'article 18 LIR, cette différence d'évaluation créerait d'office un résultat fiscal non justifié dans son chef.

En conséquence, l'article 89 b) du projet de loi doit être supprimé.

### 8.3. *En ce qui concerne l'article 89 c)*

Une opération de titrisation est essentiellement une opération de transformation d'un ou plusieurs actifs donnés en titres émis par le véhicule de titrisation. Dans la mesure où le rendement de ces titres dépend directement du rendement des actifs sous-jacents, déduction faite des coûts de l'opération de titrisation, la neutralité fiscale du véhicule de titrisation est essentielle afin de ne pas créer d'impact négatif sur le rendement de l'opération.

A tout revenu encaissé par le véhicule de titrisation correspond nécessairement une charge d'un montant équivalent. Pour une société de titrisation imposable selon le régime de droit commun, la déductibilité de ces charges est essentielle.

L'article 89, lettre c) du projet de loi relative à la titrisation tel qu'adopté par le Conseil de Gouvernement traite de la déductibilité fiscale des dépenses d'exploitation dans le chef d'une société de titrisation, mais limite la déductibilité des engagements vis-à-vis des investisseurs aux sommes réellement distribuées jusqu'à la fin de l'exercice d'exploitation suivant celui de la prise en charge des engagements. Une telle disposition interdit la déductibilité si la distribution n'a pas lieu dans le délai requis. De plus, en tant que „lex specialis“, l'article 46, numéro 14 LIR constituerait la seule base légale pour qu'une société de titrisation puisse déduire les dépenses relatives à des engagements assumés vis-à-vis des investisseurs ou de tout autre créancier (par exemple, une contrepartie d'un contrat de swap).

Conçue pour éviter d'éventuels abus, la restriction formulée aboutit dans les faits à empêcher l'indispensable neutralité fiscale. Dans un nombre important d'opérations de titrisation, aucune distribution régulière n'est opérée sur les titres souscrits par les investisseurs qui ne reçoivent un paiement couvrant le remboursement du titre et le revenu de l'investisseur qu'à l'issue de l'opération, soit en général après plusieurs années. Tel sera le cas notamment lorsque la société de titrisation émet des obli-

gations du type „zéro coupon“. Il se peut encore qu'une société de titrisation ait comptabilisé un revenu et ait une créance envers l'autre partie, mais que celle-ci soit dans l'impossibilité temporaire de lui payer sa créance de sorte que la société de titrisation n'est elle-même pas en mesure d'effectuer une distribution. Dans ces différentes hypothèses, faute de distribution en temps voulu, la société serait dans l'impossibilité de déduire les engagements qu'elle assume par ailleurs; ce qui engendrerait inévitablement une charge fiscale dans le chef de la société de titrisation.

Par ailleurs, il convient de relever que l'article 59 du projet de loi permet de créer un droit pour le cédant sur tout ou partie des actifs de l'organisme de titrisation disponibles après le paiement de tous les créanciers. Ce droit sera particulièrement utile si la société de titrisation reçoit plus d'actifs que ceux nécessaires pour désintéresser les investisseurs et les autres créanciers. Dans pareille hypothèse, un reliquat subsiste dans la société de titrisation et l'article 59 permet de retransférer ce reliquat aux cédants originaires des actifs cédés. L'engagement de retransférer un éventuel reliquat doit être déductible dans le chef de la société de titrisation sous peine de voir amputer celui-ci d'une charge fiscale équivalant à une double imposition avec celle subie par le cédant.

En conséquence, il faudra supprimer du libellé proposé par le projet de loi à l'article 89 c) pour l'article 46 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 relative à l'impôt, numéro 14, les termes: „*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.*“

\*

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce ne peut approuver le projet de loi sous rubrique que sous réserve de la prise en compte de ses remarques.

Service Central des Imprimés de l'Etat

5199/03

N° 5199<sup>3</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2003-2004

## PROJET DE LOI

relative à la titrisation et portant modification de

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier
- la loi du 27 juillet 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

\* \* \*

DEPECHE DU PRESIDENT DE LA CHAMBRE DES DEPUTES  
AU PRESIDENT DU CONSEIL D'ETAT

(4.2.2004)

Monsieur le Président,

Dans le cadre de l'examen de l'avis du Conseil d'Etat concernant le projet sous rubrique et à la demande de la Commission des Finances et du Budget, j'ai l'honneur de vous soumettre *pour information* les décisions de la Commission au sujet de l'article 10 du présent projet de loi.

La Commission entend donner suite à la première recommandation du Conseil d'Etat en ajoutant à l'article 10, paragraphe (1) un premier tiret nouveau de la teneur suivante: „- l'indication si le fonds est constitué sous la forme d'une copropriété ou d'un patrimoine fiduciaire“.

Par ailleurs, la Commission accepte la suggestion du Conseil d'Etat de faire référence au paragraphe (3) à la loi *modifiée* du 10 août 1915.

Enfin, la Commission reprend la proposition du Conseil d'Etat d'ajouter au projet de loi une disposition calquée sur l'article 12 de la loi du 27 juillet 2003 relative au trust et aux contrats fiduciaires. ***A cet effet, la Commission retient d'insérer le texte proposé par le Conseil d'Etat en tant que paragraphes (1) et (2) de l'article 52.*** Le paragraphe actuel de l'article 52 deviendra de ce fait le paragraphe (3). Cette approche a le mérite d'assurer la lisibilité et la clarté du texte en regroupant en un article unique l'ensemble des dispositions concernant l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines.

\*

Copie de la présente est envoyée pour information à Monsieur Jean-Claude Juncker, Ministre des Finances et à Monsieur François Biltgen, Ministre aux Relations avec le Parlement.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma considération très distinguée.

Jean SPAUTZ

*Président de la Chambre des Députés*

Service Central des Imprimés de l'Etat

5199/04

N° 5199<sup>4</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2003-2004

**PROJET DE LOI**

relative à la titrisation et portant modification de

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier
- la loi du 27 juillet 2003 sur le trust et les contrats fiduciaires
- la loi modifiée du 4 décembre 1967 relative à l'impôt sur le revenu
- la loi modifiée du 16 octobre 1934 concernant l'impôt sur la fortune
- la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée

\* \* \*

**AVIS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPEENNE**

(4.2.2004)

1. Le 5 décembre 2003, la Banque centrale européenne (BCE) a reçu une demande de consultation de la part du ministère des Finances du Grand-Duché de Luxembourg portant sur un projet de loi relative à la titrisation (ci-après le „projet de loi“).

2. La BCE a compétence pour émettre un avis en vertu de l'article 105, paragraphe 4, deuxième tiret, du traité instituant la Communauté européenne, de l'article 4, point a), deuxième tiret, des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne et de l'article 2, paragraphe 1, sixième tiret, de la décision 98/415/CE du Conseil du 29 juin 1998 relative à la consultation de la Banque centrale européenne par les autorités nationales au sujet de projets de réglementation<sup>1</sup>, dans la mesure où le projet de loi contient des dispositions applicables aux établissements financiers, qui „ont une incidence sensible sur la stabilité des établissements et marchés financiers“. Conformément à l'article 17.5, première phrase, du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, le présent avis a été adopté par le conseil des gouverneurs de la BCE.

**Remarques préliminaires**

3. Le projet de loi soumis par le ministère des Finances luxembourgeois établit un cadre juridique spécifique pour les opérations de titrisation au Luxembourg. Le projet de loi s'inspire de l'expérience tirée des lois déjà en place dans d'autres pays et traite du statut juridique respectif des sociétés et des fonds de titrisation, des conditions d'agrément de ces organismes de titrisation et des pouvoirs de surveillance de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) à leur égard, de la liquidation de ces organismes, de la nature des risques titrisés ainsi que des droits des investisseurs et des créanciers. Un chapitre du projet de loi est également consacré aux droits, pouvoirs et conditions d'agrément d'une nouvelle catégorie d'acteurs du secteur financier, à savoir les représentants-fiduciaires. Les représentants-fiduciaires doivent être agréés au Luxembourg et les investisseurs et créanciers d'une société de titrisation peuvent y recourir pour la gestion de leurs intérêts. Enfin, le projet de loi contient également des dispositions touchant au traitement comptable et fiscal des opérations de titrisation.

<sup>1</sup> JO L 189 du 3.7.1998, p. 42.

4. La BCE observe qu'en Europe, tant les marchés et les structures de titrisation nationaux que les cadres juridique, comptable et fiscal correspondants sont extrêmement fragmentés. La BCE se félicite par conséquent de l'initiative prise par les autorités luxembourgeoises consistant à mettre en place des règles plus sûres et transparentes pour le marché de la titrisation, en vue d'accroître le recours aux techniques de titrisation par les différents intervenants sur les marchés financiers. La BCE reconnaît l'intérêt de disposer d'un cadre réglementaire explicite et complet pour ces opérations complexes, qui sont en plein essor en Europe. La BCE estime que de tels cadres nationaux devraient viser, en particulier, à accroître la sécurité juridique et la transparence et à assurer la stabilité financière, et qu'ils devraient comprendre un régime de surveillance solide des organismes en charge d'opérations de titrisation. D'une part, la BCE remarque que le projet de loi fait preuve d'une grande souplesse pour ce qui est de mettre en place des opérations de titrisation et que l'objectif des autorités luxembourgeoises était d'instaurer des procédures praticables à un coût raisonnable. D'autre part, la BCE est d'avis que l'objectif de souplesse devrait coexister avec d'autres buts de nature réglementaire, tels que la protection des investisseurs et le contrôle des risques, et que le cadre national devrait contenir les garanties juridiques nécessaires pour assurer l'exercice sûr et transparent de ces activités.

5. Plusieurs points abordés dans le projet de loi ou son exposé des motifs mettent en évidence certaines incertitudes juridiques touchant aux opérations de titrisation transfrontalières, notamment en termes de loi applicable. A titre d'exemple, le projet de loi ne sera applicable qu'aux organismes de titrisation situés au Luxembourg, ce qui signifie, en cas de ségrégation des organismes d'acquisition et des organismes d'émission (voir également le point 8), que le projet de loi ne couvrira que les organismes situés au Luxembourg. Le projet de loi souligne également les lacunes auxquelles il conviendrait de remédier afin de réduire les obstacles à la réalisation de certaines opérations de titrisation transfrontalières et d'accroître la sécurité juridique. Dans ce contexte, la BCE considère la titrisation comme un domaine qui pourrait encore faire l'objet de progrès considérables en matière d'intégration des marchés financiers européens, notamment sur le plan de la convergence des pratiques de marché, des instruments et des règles juridiques. Récemment, l'Union européenne (UE) a pris des initiatives afin d'apporter les adaptations nécessaires aux textes législatifs communautaires actuellement en projet et de parvenir à une appréhension commune de certains concepts touchant à la titrisation. A cet égard, la BCE souhaite mentionner les travaux en cours dans le contexte de la révision des exigences de fonds propres applicables aux banques et aux entreprises d'investissement<sup>2</sup> et de la révision de l'accord de Bâle ou dans le contexte des mesures d'exécution de la directive sur les prospectus<sup>3</sup>. Au-delà du plan d'action pour les services financiers, la BCE est favorable à une stratégie consistant à accroître l'harmonisation en matière de titrisation au niveau communautaire.

### **Définition de la titrisation**

6. Le projet de loi définit la titrisation comme „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“. La BCE constate que la définition proposée par le ministère des Finances luxembourgeois est large. De plus, la BCE prend note de la volonté du ministère de favoriser une approche économique-financière pour définir la titrisation, englobant ainsi dans le champ d'application du projet de loi toutes les formes d'opérations de titrisation. Toutefois, la question pourrait se poser de savoir si le projet de loi est suffisamment explicite dans la définition de concepts tels que „acquérir des risques“ ou „assumer des risques“. Par exemple, dans le contexte de la titrisation traditionnelle, le véhicule de titrisation acquiert les créances et pas seulement les „risques liés à des créances“. La BCE considère qu'il serait également utile de clarifier ce point dans certaines parties du projet de loi et en particulier dans le chapitre sur „la prise en charge des risques“.

2 Voir le troisième document de consultation des services de la Commission sur la révision des exigences de fonds propres applicables aux banques et aux entreprises d'investissement, partie 1 – projet de proposition d'exigences de fonds propres en fonction du risque – du document de travail du 1er juillet 2003.

3 Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, JO L 345 du 31.12.2003, p. 64.

### Les véhicules de titrisation proposés par le projet de loi

7. En vertu du projet de loi, il sera possible de créer des organismes de titrisation sous la forme soit de sociétés de titrisation, soit de fonds de titrisation dépourvus de personnalité morale. Le projet de loi laisse aux intervenants du marché le choix d'utiliser des sociétés de titrisation ou des fonds de titrisation et le législateur luxembourgeois entend s'inspirer du modèle adopté pour les organismes de placement collectif (OPC) au Luxembourg<sup>4</sup>, tout en tenant compte des particularités des fonctions et des objectifs des véhicules de titrisation. Premièrement, la BCE note qu'il serait préférable, dans un souci de clarté, que le projet de loi dispose expressément que ces organismes de titrisation ne sont pas des organismes de placement collectif en valeurs mobilières au sens de la directive sur les OPCVM<sup>5</sup>. Deuxièmement, dans le cas des fonds de titrisation, il est prévu que soit la société de gestion (voir l'article 7, paragraphes 1 et 3, du projet de loi), soit le fonds lui-même (voir, par exemple, l'article 9 et l'article 10, paragraphes 1 et 4, du projet de loi) seront émetteurs. La BCE remarque que l'absence de personnalité morale du fonds de titrisation pourrait soulever des incertitudes juridiques quant à sa capacité à émettre directement des valeurs mobilières. Troisièmement, les concepts de „valeurs mobilières“ et de „titres de créances“ semblent être utilisés de manière interchangeable dans le projet de loi et, à cet égard, la BCE considère que l'articulation entre l'article 7, paragraphe 3, et l'article 9 du projet de loi mériterait d'être clarifiée plus avant. Quatrièmement, la BCE déduit de l'article 7 du projet de loi et de l'exposé des motifs (page 26) que les autorités luxembourgeoises entendent autoriser les fonds de titrisation à émettre soit des parts représentant un droit de copropriété, soit des titres de créance représentant une créance sur le fonds. Si cette possibilité est effectivement envisagée, la BCE estime que mention devrait en être faite plus clairement dans le projet de loi, y compris pour ce qui concerne les règles applicables au remboursement des parts. Cela pourrait également nécessiter d'établir une distinction entre les investisseurs (investissant dans des parts de fonds ou dans des titres de créance émis par le fonds de titrisation ou la société de titrisation) et les cédants investissant dans les organismes de titrisation.

8. En ce qui concerne les „sous-structures“ des véhicules de titrisation, l'article 1, paragraphe 2, du projet de loi prévoit que les organismes de titrisation sont 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. Dans ce cadre, la BCE observe que le projet de loi n'exige pas que les opérations de titrisation soient effectuées exclusivement par l'intermédiaire d'un seul et même organisme de titrisation. En vertu de ce dispositif, il devrait être possible de transférer les actifs d'un organisme distinct de l'organisme émettant les valeurs mobilières, c'est-à-dire l'organisme d'acquisition, et même d'envisager un organisme d'émission traitant avec plusieurs organismes d'acquisition. La BCE est consciente que des structures similaires dissociant les deux activités sont utilisées par les intervenants du marché et sont autorisées par la législation d'autres Etats membres. Selon la BCE, il est nécessaire de veiller à ce que la complexité de telles structures, en particulier dans un contexte transfrontalier et en présence de véhicules comportant plusieurs compartiments, ne crée pas d'obstacles en termes de transparence, de contrôle des risques et d'efficacité du transfert juridique des actifs, et ne soit pas contraire à l'objectif consistant à renforcer la corrélation directe entre les droits des investisseurs et les actifs sous-jacents des organismes de titrisation. De surcroît, les dispositions du projet de loi ne précisent pas de quelle manière coexisteront les règles applicables aux organismes d'acquisition et d'émission (voir, toutefois, l'article 63). La BCE recommande également de clarifier les règles qui s'appliquent respectivement aux sociétés de titrisation et aux fonds de titrisation, puisque la possibilité de séparer fonctionnellement les organismes d'acquisition et les organismes d'émission semble être envisagée pour les deux types de véhicules.

9. La BCE relève que le projet de loi autorise la création de plusieurs compartiments au sein des organismes de titrisation. Cette possibilité est expressément prévue à l'article 8 du projet de loi et il est entendu que les sociétés de titrisation disposent également de ce droit<sup>6</sup>. Cette disposition pourrait

4 Equivalent, au Luxembourg, des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

5 Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), telle que modifiée (JO L 375 du 31.12.1985, p. 3).

6 Voir, par exemple, l'article 33 figurant au chapitre 3 du projet de loi (sur la liquidation des organismes de titrisation).

générer des économies d'échelle en permettant à plusieurs cédants d'utiliser le même véhicule pour émettre des valeurs mobilières adossées à des actifs. Toutefois, des mécanismes de ségrégation sûrs doivent être mis en place pour assurer une stricte séparation entre les *pools* d'actifs, de manière à ce que les pertes subies dans un compartiment donné n'aient pas d'incidence sur la rentabilité des autres compartiments. La BCE considère que cela devrait également être clarifié en cas de dissociation des organismes d'acquisition et des organismes d'émission.

### Protection des investisseurs et obligation de publication

10. Le large domaine d'application du projet de loi, en termes d'actifs sous-jacents et de risques couverts, est destiné à suivre l'évolution des marchés de la titrisation où la variété des types d'actifs est en essor constant. Le champ d'application du projet de loi ne se limite pas aux titrisations résultant d'un transfert de créances ou d'autres actifs. Cela découle des définitions figurant à l'article 1er et à l'article 53, paragraphe 1, du projet de loi. La BCE constate que ce champ d'application vaste pourrait recouvrir des structures extrêmement complexes. A cet égard, la BCE observe que l'article 10, paragraphe 4, du projet de loi oblige les investisseurs à accepter le règlement du fonds de titrisation lors de l'acquisition de valeurs mobilières émises par le fonds. En revanche, le projet de loi ne précise pas en détail les obligations imposées aux véhicules de titrisation en termes de publication des informations en cas d'offre de valeurs mobilières au public, en particulier concernant la nature des actifs sous-jacents et l'évaluation des risques en jeu. A ce titre, la BCE signale que les mesures d'exécution proposées<sup>7</sup> dans le cadre de la directive sur les prospectus (ci-après les „mesures d'exécution“) visent à définir les informations minimales qui sont nécessaires, selon le type de l'émetteur et la nature des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, pour permettre aux investisseurs de former un jugement éclairé. Des informations plus spécifiques sont prévues dans le cadre du régime de publication applicable aux émetteurs de valeurs mobilières adossées à des actifs.

11. Les obligations d'informations supplémentaires pour les valeurs mobilières adossées à des actifs définies dans les mesures d'exécution portent sur les types de valeurs mobilières émises, les actifs sous-jacents et la structure de l'opération et des flux de trésorerie (*credit enhancement*, créances subordonnées, priorité de paiements, etc.) et devraient améliorer la qualité des informations fournies aux investisseurs. Cela s'applique en particulier aux informations portant sur la nature des actifs sous-jacents et sur les caractéristiques générales des débiteurs, type d'informations qui revêtent, selon la BCE, une importance particulière. La BCE attache également un grand prix à la description détaillée des caractéristiques des valeurs mobilières émises et des types de structures utilisées (y compris le type de transfert de risque de crédit) ainsi qu'à l'évaluation externe des risques en jeu. Etant donné la diversité des structures de titrisation en Europe, il serait préférable que le projet de loi précise clairement les obligations respectives des parties à l'opération de titrisation envers les investisseurs. De même, une considération pratique en matière de prospectus concerne la disponibilité de ceux-ci au public; à cet égard, le projet de loi pourrait préciser plus clairement la nature de l'entité juridique responsable de la rédaction et de la diffusion du prospectus et le mode d'accès aux prospectus, aux notes d'information pour les investisseurs, au règlement de gestion des fonds de titrisation et compartiments, etc.

### Considérations en matière de surveillance

12. Selon l'article 19 du projet de loi, les organismes de titrisation qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public doivent être agréés par la CSSF pour exercer leurs activités. A cet égard, la BCE note, tout d'abord, que le concept d'„émission en continu“ est lié à la définition des établissements de crédit figurant dans la directive bancaire consolidée<sup>8</sup>. Selon le considérant 6 de la directive bancaire consolidée, les fonds remboursables peuvent prendre la forme de dépôts ou d'autres

7 Document de travail (ESC 36/2003) des services de la DG „Marché intérieur“, sur la mise en oeuvre des articles 5, 7, 10, 11, 14 et 15 de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE. Texte disponible sur le site suivant:

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/docs/prospectus/working-doc-esc36-2003\\_fr.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/docs/prospectus/working-doc-esc36-2003_fr.pdf).

8 Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, JO L 126 du 26.5.2000, p. 1.

formes telles que „l'émission continue d'obligations“. La BCE en déduit, sur la base des explications contenues dans l'exposé des motifs, que ces organismes de titrisation ne seront pas considérés comme des établissements de crédit à des fins de surveillance. Deuxièmement, le projet de loi se réfère à l'émission en continu de valeurs mobilières à destination du public, ce qui semblerait exclure l'émission de valeurs mobilières à destination d'investisseurs professionnels (placement privé). Cette disposition pourrait être interprétée comme signifiant que, dans de telles hypothèses, les véhicules de titrisation ne nécessiteraient pas d'agrément de la part du CSSF. La BCE considère que le concept d'„émission en continu“, appliqué dans ce contexte, devrait être clarifié de manière à écarter toute ambiguïté<sup>9</sup>. La BCE juge particulièrement important d'éviter toute ambiguïté dans le champ d'application des compétences en matière de surveillance, au vu des objectifs précités du projet de loi consistant à instaurer des règles plus sûres et transparentes. Ces compétences devraient être conçues pour permettre une surveillance efficace et complète, sans introduire de complication injustifiée dans les régimes de surveillance applicables aux différents types d'opérations. En particulier, il conviendrait d'évaluer la complexité engendrée par la création de trois régimes d'agrément distincts pour les organismes de titrisation – à savoir les organismes agréés, les organismes non agréés relevant du champ d'application du projet de loi et une troisième catégorie comprenant les organismes échappant au projet de loi – par rapport à ses avantages. La BCE recommande de clarifier plus avant ces aspects afin d'assurer une surveillance suffisante des organismes prenant part à des opérations de titrisation au Luxembourg.

13. L'article 61, paragraphe 1, du projet de loi dispose qu'„un organisme de titrisation n'est autorisé à céder ses biens que selon les modalités prévues par ses statuts ou son règlement de gestion“. La BCE estime que ce règlement de gestion devrait préciser clairement les conditions applicables au transfert d'actifs sous-jacents, afin que les investisseurs soient pleinement informés des changements éventuels des caractéristiques en termes de risque du portefeuille d'actifs sous-jacents. Ces précisions pourraient également concerner certaines garanties touchant à la capacité d'emprunt des organismes de titrisation. La BCE remarque encore qu'en vertu de l'article 14 du projet de loi, les sociétés de gestion de fonds de titrisation n'ont pas pour unique objet de gérer les fonds de titrisation, ce qui signifie qu'elles sont habilitées à étendre leurs activités à la gestion d'OPCVM ou de fonds de pension pour peu qu'elles remplissent les critères requis. La BCE insiste à la fois sur les risques posés par la confusion des limites entre ces différents types d'activité financière et sur la nécessité pour les sociétés de gestion de respecter des normes strictes en termes de règles de conflits d'intérêt, de publication et de gestion des risques.

14. Selon l'article 22 du projet de loi, 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. Cette disposition, selon l'exposé des motifs, est destinée à assurer une protection optimale des investisseurs et à faciliter la surveillance par la CSSF des organismes de titrisation agréés. La BCE présume que cette disposition inclut les succursales des établissements de crédit établies dans l'UE.

### **Aspects juridiques transfrontaliers**

15. Le projet de loi vise, entre autres, à faciliter l'acquisition ou la cession de créances par les organismes de titrisation. Toutefois, dans le cas de débiteurs étrangers, la question de savoir à quelles conditions la cession est opposable aux tiers ne relève pas nécessairement du droit luxembourgeois, ce qui met en exergue les limites d'une démarche strictement nationale. Les opérations de titrisation transfrontalières relèvent de règles de conflit de lois qui peuvent avoir une incidence sur la validité ou l'exécution des cessions de créances internationales. Dans son livre vert du 14 janvier 2003 sur la transformation de la Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles en instrument communautaire ainsi que sur sa modernisation<sup>10</sup>, la Commission européenne souligne que „la Convention de Rome ne traite pas explicitement de la question de l'opposabilité de la cession de créance aux tiers“. Elle poursuit en indiquant qu'il „s'agit là d'une question essentielle car elle détermine l'efficacité de la cession et du transfert de propriété“. Actuellement, chaque Etat membre applique

<sup>9</sup> Dans le contexte de la directive sur les prospectus, on entend par „valeurs mobilières émises d'une manière continue ou répétée“, les „valeurs mobilières appartenant à un même type/à une même catégorie, émises au robinet ou au moins à deux reprises distinctes sur une période de douze mois“ (article 2, paragraphe 1, point 1).

<sup>10</sup> COM(2002) 654 final.

ses propres règles dans ce domaine et les solutions varient énormément d'une juridiction à l'autre. Au niveau international, l'assemblée générale des Nations Unies a adopté une Convention sur la cession de créances dans le commerce international, à New York, le 31 janvier 2002. La BCE note que certaines dispositions du projet de loi s'inspirent de cette Convention (voir le commentaire des articles 55 et 58), ce qui vise notamment à favoriser l'uniformité de certains points clés des règles de conflits de lois et à supprimer les obstacles juridiques à certaines pratiques internationales de financement. Jusqu'à présent, seul le Luxembourg, parmi les Etats membres, a signé la Convention, le 12 juin 2002. La BCE espère que les solutions adoptées et/ou examinées au niveau international entraîneront une convergence accrue des règles applicables en la matière, au niveau communautaire.

### **Recours aux valeurs mobilières adossées à des actifs en tant que garantie pour les opérations de banque centrale**

16. En ce qui concerne la politique de garanties, la BCE souhaite mettre en évidence les critères que doivent remplir les actifs afin de constituer des garanties éligibles aux opérations de politique monétaire et de crédit intrajournalier de l'Eurosystème. Les valeurs mobilières adossées à des actifs peuvent être acceptées comme garanties à condition qu'elles remplissent ces critères d'éligibilité. Les banques centrales procèdent toujours à une évaluation au cas par cas et, à cette fin, il peut leur être nécessaire d'obtenir toute information pertinente auprès des autorités de surveillance. La BCE observe que le projet de loi est susceptible de permettre l'émission d'un large éventail de types d'actifs, dont certains peuvent être éligibles. L'obligation pour les valeurs mobilières d'être transférables par inscription en compte constitue l'une des conditions de leur éligibilité en tant que garanties. Par conséquent, la BCE se félicite de ce que l'article 7, paragraphe 3, du projet de loi autorise la société de gestion du fonds de titrisation à émettre des valeurs mobilières dématérialisées, malgré l'absence de régime général de dématérialisation des valeurs mobilières au Luxembourg.

### **Déclarations en matière statistique**

17. La collecte régulière et opportune de données statistiques exactes et fiables sur les véhicules de titrisation en Europe revêt une grande importance aux fins de la politique monétaire. Des travaux sont en cours afin d'améliorer les statistiques de la zone euro sur la titrisation. D'une manière générale, pour l'accomplissement de ses missions en matière statistique, la BCE détermine les agents déclarants au moyen d'une combinaison de critères fondés sur le droit communautaire et les réglementations nationales, y compris les accords en matière de surveillance et les dispositions fiscales.

La BCE recommande aux autorités luxembourgeoises d'ajouter une disposition au projet de loi visant à ce que les organismes de titrisation fournissent à la Banque centrale du Luxembourg les informations nécessaires au respect des obligations en matière statistique établies par la BCE.

18. Le présent avis sera publié sur le site Internet de la BCE.

Fait à Francfort-sur-le-Main, le 4 février 2004.

*Le président de la BCE,*  
Jean-Claude TRICHET

Service Central des Imprimés de l'Etat

5199/05

N° 5199<sup>5</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2003-2004

**PROJET DE LOI**

relative à la titrisation et portant modification de

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier
- la loi du 27 juillet 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

\* \* \*

**RAPPORT DE LA COMMISSION DES FINANCES  
ET DU BUDGET**

(19.2.2004)

La Commission se compose de: M. Lucien WEILER, Président; M. Norbert HAUPERT, Rapporteur; MM. François BAUSCH, Alex BODRY, Emile CALMES, Lucien CLEMENT, Gast GIBERYEN, Gusty GRAAS, Jeannot KRECKE, Laurent MOSAR, Jean-Paul RIPPINGER et Serge URBANY, Membres.

\*

**1. ANTECEDENTS**

Le projet de loi sous rubrique a été déposé à la Chambre des Députés le 2 septembre 2003 par Monsieur le Ministre du Trésor et du Budget. Le texte était accompagné d'un exposé des motifs, d'un commentaire des articles et d'un projet de règlement grand-ducal complétant le règlement grand-ducal du 21 décembre 2001 portant exécution de l'article 166, alinéa 9, numéro 1 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu. Le projet a été avisé par le Conseil d'Etat le 19 décembre 2003 et par la Chambre de Commerce le 16 janvier 2004. La Commission des Finances et du Budget a désigné dans sa réunion du 2 février 2004 son rapporteur en la personne de Monsieur Norbert HAUPERT et elle a procédé à l'examen du projet de loi et de l'avis du Conseil d'Etat. Elle a informé le Conseil d'Etat de ses décisions au sujet de l'article 10 par courrier du 4 février 2004. Lors de sa réunion du 9 février 2004, la Commission a eu un échange de vues avec des représentants du Ministère des Finances et de l'Administration des Contributions directes. Le présent rapport a été adopté par la Commission lors de la réunion du 19 février 2004.

\*

## **2. OBJET DU PROJET DE LOI**

Le projet de loi sous rubrique a pour objet de mettre en place le cadre juridique et fiscal nécessaire au développement au Luxembourg d'un créneau financier en plein essor, celui de la titrisation. Le projet entend instituer des règles sûres et transparentes pour le marché de la titrisation afin de favoriser le recours aux techniques de titrisation par les différents intervenants sur le marché financier. Il vise à créer un cadre juridique large, n'engendrant pas de frais trop importants et n'impliquant pas de formalisme trop contraignant tout en offrant une grande sécurité juridique aux intervenants dans la titrisation sur le marché luxembourgeois.

Le projet définit tout d'abord ce qu'il faut entendre par titrisation, il trace le cadre juridique des organismes d'exploitation en fixant les obligations et conditions d'agrément des organismes agréés et les pouvoirs de surveillance de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Le projet règle la procédure de liquidation et fixe les dispositions relatives à la comptabilité et à la fiscalité de ces organismes.

Le projet examine en détail la prise en charge et la gestion des risques et fixe les droits des investisseurs et créanciers des organismes de titrisation. Un chapitre spécial est consacré aux droits, pouvoirs et conditions d'agrément d'une nouvelle catégorie d'acteurs du secteur financier, à savoir les représentants-fiduciaires.

Finalement, le projet fixe les sanctions et prévoit les dispositions modificatives aux lois relatives à la place financière et à l'impôt sur le revenu.

\*

## **3. LES AVIS DU CONSEIL D'ETAT, DE LA CHAMBRE DE COMMERCE ET DE LA BANQUE CENTRALE EUROPEENNE**

En date du 19 décembre 2003 respectivement du 16 janvier 2004, le Conseil d'Etat et la Chambre de Commerce ont émis leurs avis au sujet du projet de loi sous rubrique. L'avis de la Chambre de Commerce fait dans ses grandes lignes concordance avec celui du Conseil d'Etat qui est traité plus en détail dans le commentaire des articles.

Finalement, la Commission a pris connaissance avec beaucoup d'intérêt de l'avis de la Banque Centrale Européenne (BCE) sur le projet de loi luxembourgeois relatif à la titrisation. Cet avis ne met pas en cause l'une ou l'autre disposition du projet, mais il fournit de la matière à réflexion pour l'évolution future de la législation – le cas échéant européenne – sur le sujet. La Commission recommande au gouvernement de faire étudier les points soulevés par la BCE par des experts en vue d'une révision ultérieure des dispositions du texte de loi. La BCE fait notamment ressortir l'opportunité de l'initiative prise par le législateur luxembourgeois et met en exergue la qualité du travail législatif approfondi fourni par les experts qui ont élaboré le projet.

\*

## **4. LES POINTS SAILLANTS DU PROJET DE LOI**

### **4.1. Le mécanisme de la titrisation**

La titrisation est un instrument financier en pleine expansion. Elle permet à une entreprise, en général un établissement de crédit, de sortir de son bilan des actifs, généralement des créances d'un même type, dont elle veut se défaire, de les apporter à un organisme de titrisation qui, en vue de financer cet apport, émet des titres qu'il place auprès d'investisseurs.

### **4.2. Les avantages de la titrisation**

La titrisation fournit à l'entreprise cédante une source de refinancement ainsi qu'un moyen d'améliorer sa situation comptable et financière. Elle lui permet de se libérer des risques inhérents aux actifs sous-jacents, généralement des créances, en lui assurant le meilleur prix pour la cession. Si le cédant est un établissement de crédit, la titrisation lui permet d'améliorer en même temps ses ratios prudentiels.

Aux investisseurs, la titrisation offre une possibilité d'investissement diversifié, avec d'autres perspectives de rendement, de gains en valeur, mais aussi avec des risques qu'ils doivent pouvoir assumer. La valeur et le rendement de leur investissement dépendent directement des actifs transférés à l'organisme de titrisation.

D'un point de vue économique la titrisation se présente comme une transformation de créances en titres. Elle consiste en l'isolement des actifs titrisés dans un patrimoine particulier, constituant le gage exclusif des investisseurs, qui n'est exposé à d'autres risques que ceux liés directement à la détention et au recouvrement de ces actifs. La titrisation protège l'investisseur contre tout recours du cédant même en cas de faillite de ce dernier. S'agissant de créances, le portefeuille des créances titrisées se trouve en quelque sorte revalorisé du fait de la pondération des risques inhérents aux différentes créances. L'organisme de titrisation pourra de ce fait se financer dans de meilleures conditions que n'auraient pu le faire les différents cédants individuellement pour une émission de titres ou une ouverture de crédit.

Du point de vue administratif, le projet n'impose pas à l'opération de titrisation de formalisme trop contraignant et n'engendre pas de frais excessifs. En ce qui concerne les opérations classiques de titrisation portant sur des créances, le projet offre un cadre juridique large, 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.

#### **4.3. Le domaine de la titrisation**

Bien que la titrisation se soit développée aux Etats-Unis avec les créances hypothécaires, son domaine s'est peu à peu étendu aux actifs les plus divers de sorte qu'elle ne connaît aujourd'hui quasiment plus de limites quant à la nature du risque à reconvertir en nouvelle valeur négociable sur le marché financier. Le projet entend ouvrir largement le domaine de la titrisation sur la place financière du Grand-Duché. Ainsi, l'article 53 du projet ouvre-t-il aux organismes de titrisation la possibilité de prendre en charge des risques extrêmement variés tels les risques inhérents à des actifs de tous genres, mais aussi les risques découlant d'engagements souscrits par des entreprises ou encore les risques découlant de tout ou partie de leurs activités. Dans ces derniers cas, la prise en charge du risque peut être assurée à travers une garantie délivrée par l'organisme de titrisation à celui qui assume les risques.

L'article 54 du projet étend le champ d'action de la titrisation au-delà d'opérations ponctuelles, à des transactions qui s'accomplissent sur des durées plus ou moins longues. A ce titre, il permet aux organismes de titrisation d'acquérir des créances et d'autres biens, existants ou futurs, en une ou plusieurs fois ou de façon continue.

La titrisation constitue donc avant tout une technique de gestion du risque, qui consiste à isoler dans une structure ad hoc un ensemble de risques pour permettre une émission de titres dont la valeur et le rendement sont fonction de ces risques.

#### **4.4. Des véhicules de titrisation**

La titrisation consiste donc en deux opérations bien distinctes: l'acquisition des risques d'une part et l'émission de titres d'autre part. Le projet n'exige pas que les deux activités s'opèrent par l'intermédiaire d'un seul et même organisme. La souplesse du projet permet que les risques soient transférés à un organisme distinct de celui qui se charge d'émettre les titres, à condition de lier leurs interventions respectives.

Le projet prévoit la possibilité pour les organismes de titrisation de se constituer soit sous forme de société soit sous forme de fonds, sans personnalité juridique, sur une base purement contractuelle, le fonds étant géré par une société de gestion. Le projet permet aux statuts d'un organisme de titrisation de prévoir la création de plusieurs compartiments susceptibles d'accueillir des opérations distinctes.

Les sociétés de titrisation doivent prendre la forme d'une société de capitaux dont l'objet social consiste en l'acquisition d'actifs titrisables et l'émission de titres représentatifs de ces actifs.

Si l'organisme de titrisation est constitué sous forme de fonds, les investisseurs peuvent décider soit de détenir les actifs titrisés en copropriété, soit de les confier à un fiduciaire, qui les détiendra à leur profit. Dans les deux cas, l'opération de titrisation requiert l'intervention d'une société de gestion, qui doit prendre la forme d'une société commerciale, chargée d'administrer et de gérer les actifs titrisés.

Dans le cas du régime de copropriété, le projet exclut la règle du droit civil sur l'indivision, évitant d'une part qu'un des propriétaires puisse invoquer le principe de l'indivision pour provoquer la liquidation du fonds, et écartant d'autre part l'exigence de l'unanimité pour la prise de décisions au sein du fonds.

#### **4.5. De l'agrément et de la surveillance des organismes de titrisation**

Les organismes de titrisation qui émettent en continu des valeurs mobilières doivent être agréés par la CSSF. Cette dernière doit approuver les statuts ou le règlement de gestion de l'organisme ainsi que le cas échéant sa société de gestion. Pour pouvoir être agréées, les sociétés de titrisation ou sociétés de gestion doivent apporter la preuve que les membres de leurs organes d'administration, de gestion et de surveillance ainsi que tous les actionnaires en mesure d'exercer une influence significative sur la conduite de leurs affaires présentent l'honorabilité, l'expérience et les moyens requis pour l'exercice de leurs fonctions.

Le projet confie à la CSSF un pouvoir de surveillance continu sur les organismes de titrisation en lui assurant un vaste droit d'investigation portant sur tous les éléments susceptibles d'influencer la sécurité des investisseurs. A cet effet, elle peut requérir de l'organisme de titrisation agréé, de sa société de gestion ou de l'établissement de crédit chargé de la gestion de ses avoirs toutes les informations et procéder à tout contrôle sur les lieux.

La CSSF doit, en cas de liquidation volontaire, agréer les liquidateurs des organismes de titrisation agréés après avoir vérifié s'ils remplissent les conditions d'honorabilité et de qualification professionnelles.

#### **4.6. De la protection des investisseurs**

Les organismes de titrisation agréés sont soumis à la surveillance de la CSSF qui approuve les statuts (société de titrisation) ou le règlement de gestion (fonds de titrisation) et agréée le cas échéant la société de gestion. La CSSF veille au respect des dispositions de la législation, du règlement de gestion, des statuts ainsi que des contrats d'émission des valeurs mobilières. Dans sa mission de surveillance, la CSSF peut demander aux organismes de titrisation agréés un état périodique de leurs actifs et passifs ainsi que de leurs résultats.

Un fonds de titrisation ne peut contracter d'autres dettes que celles expressément mises à sa charge par son règlement de gestion. Les tiers approchés par la société de gestion du fonds pour intervenir en sa faveur sont donc obligés de vérifier si les engagements demandés sont conformes au règlement de gestion du fonds. Par ailleurs, le fonds ne répond ni des dettes de la société de gestion ni de celles des investisseurs. Les créanciers de la société de gestion ou des investisseurs n'ont donc aucun recours sur les actifs d'un fonds de titrisation.

Afin de garantir que les avoirs liquides et les valeurs mobilières susceptibles d'être détenus par un organisme de titrisation seront conservés dans les meilleures conditions de sécurité pour l'investisseur, le projet de loi oblige les organismes agréés à les déposer auprès d'un établissement de crédit établi au Luxembourg.

Les actifs sous-jacents d'un organisme de titrisation sont la garantie exclusive des investisseurs. Au cas où l'organisme aurait confié le recouvrement de ses créances titrisées à un tiers ou au cédant de la créance, et que ces derniers sont soumis à une procédure collective (spécialement une faillite), l'organisme est en droit de réclamer les sommes encaissées pour son compte avant l'ouverture de cette procédure. L'organisme échappera ainsi à la loi du concours et pourra réclamer les sommes en question sans que les autres créanciers puissent s'y opposer.

Les comptes d'un organisme de titrisation doivent être contrôlés par un ou plusieurs réviseurs d'entreprises agréés par la CSSF, qui sont désignés soit par l'organe d'administration de la société soit par la société de gestion du fonds selon que l'organisme est constitué sous forme de société ou de fonds.

#### **4.7. Du représentant-fiduciaire**

Le représentant-fiduciaire est un professionnel indépendant qui peut être chargé de la gestion et de la défense des intérêts des investisseurs et, le cas échéant, de certains créanciers. Dans l'exécution de ses fonctions, il peut prendre et détenir toutes sortes de sûretés et de garanties au bénéfice de ses mandants

et veiller à ce que l'organisme gère correctement les opérations de titrisation. Sa nomination et ses pouvoirs font l'objet d'un contrat à conclure avec les investisseurs et créanciers dont il doit défendre les intérêts. Le projet de loi lui réserve un pouvoir général de représentation en privant les investisseurs et créanciers de l'exercice individuel de leurs droits pendant toute la durée du contrat de la représentation fiduciaire.

#### 4.8. De la fiscalité

Tout comme c'est le cas pour la plupart des produits offerts sur les places financières, le succès de la titrisation dépend dans une large mesure du régime fiscal auquel elle est soumise. Le problème pour le législateur consiste alors à doter les véhicules de titrisation d'un cadre fiscal qui garantisse le succès de la commercialisation de leurs produits sans pour autant ouvrir la voie à une défiscalisation tous azimuts qui pourrait être considérée comme de la concurrence fiscale dommageable et qui entraînerait par ailleurs des déchets fiscaux démesurés pour le Trésor public.

C'est dans cette optique que le projet dispose

1. que les fonds de titrisation sont soumis au régime comptable et fiscal des fonds communs de placement à l'exception de la taxe d'abonnement qui n'est pas due (article 50 du projet); ce qui signifie qu'en dehors du droit d'apport, les fonds ne sont soumis à aucune autre imposition et que les distributions qu'ils effectuent se font sans retenue à la source et ne sont pas imposables dans le chef des contribuables non résidents;
2. que le droit sur les apports des organismes de titrisation est liquidé à un droit fixe dont le montant ne peut excéder 1.250 € (article 51 du projet);
3. que la gestion des organismes de titrisation est exempte de la TVA (article 52 du projet);
4. que les sociétés de titrisation ne sont pas soumises à l'impôt sur la fortune (article 90 du projet);
5. que les titres émis par un organisme de titrisation ne peuvent pas être échangés en neutralité fiscale (article 89 alinéa a) du projet);
6. que les biens acquis par un organisme de titrisation doivent être évalués à leur valeur estimée de réalisation (article 89 alinéa b) du projet);
7. que les distributions et autres produits alloués aux investisseurs et autres créanciers des organismes de titrisation constituent des revenus de capitaux imposables dans le chef de leurs bénéficiaires (article 89 alinéa d) du projet);
8. que les organismes de titrisation sont exclus du régime d'intégration fiscale (article 89 alinéa e) du projet);
9. que seuls les engagements vis-à-vis des investisseurs et autres créanciers d'une société de titrisation correspondant à des distributions effectuées avant la fin de l'exercice d'exploitation suivant celui de la prise en charge de ces engagements sont à considérer comme dépenses d'exploitation dans le chef de la société (article 89 alinéa c) du projet).

La Chambre de Commerce et le Conseil d'Etat se sont prononcés en défaveur des mesures énoncées aux points 5 à 9 ci-dessus. D'après la Chambre professionnelle, „*le régime fiscal prévu par le projet de loi n'atteint pas le but voulu, à savoir permettre à Luxembourg des titrisations à des conditions au moins aussi favorables que partout ailleurs*“.

La Chambre de Commerce se demande pourquoi les échanges de titres en matière de titrisation ne bénéficieraient pas de la neutralité fiscale. A ce sujet, il faut relever que l'article 22bis de la loi de l'impôt sur le revenu permet de réaliser certains échanges de titres sans qu'ils ne conduisent à une réalisation de plus-values inhérentes aux biens échangés et par conséquent à une imposition de ces plus-values. C'est le cas notamment lorsqu'une société de capitaux pleinement imposable à l'impôt sur le revenu des collectivités acquiert dans une autre société de capitaux pleinement imposable une participation qui confère à la société acquérante une majorité dans la société acquise. L'acquisition de titres dans la société acquérante en échange des titres détenus dans la société acquise par ses associés peut se faire en neutralité fiscale, étant donné que l'imposition des plus-values réalisées lors de l'échange est différée jusqu'à la cession ultérieure des titres obtenus lors de l'échange. Comme les fonds ne sont soumis à aucune imposition, l'échange de valeurs mobilières émises par un organisme de titrisation en neutralité fiscale risquerait de faire échapper définitivement au fisc l'imposition de ces plus-values sur titres. La commission est par conséquent d'avis de maintenir la disposition prévue par le projet de loi.

En ce qui concerne la disposition du point 6 ci-dessus (alinéa b) de l'article 89 du projet), la Chambre de Commerce estime que l'obligation pour les organismes de titrisation d'acquérir les biens titrisés à leur juste valeur empêche la déductibilité d'une décote dans le chef du cédant ce qui signifierait pour celui-ci une impossibilité pratique de recourir à la titrisation à cause de son coût fiscal excessif. Le Conseil d'Etat s'oppose fermement à cette disposition qui à son avis constitue un obstacle dirimant aux opérations de titrisation.

La Commission partage le souci de la Chambre de Commerce et du Conseil d'Etat quant au lien étroit existant entre le succès des opérations de titrisation et la possibilité pour le cédant d'appliquer une décote sur le prix des biens titrisables. Or, d'après l'article 27, alinéa 2 de la loi de l'impôt sur le revenu, „est considérée comme valeur estimée de réalisation le prix qui s'obtiendrait lors d'une réalisation normale et librement consentie du bien envisagé, **compte tenu de toutes les circonstances et conditions se répercutant sur le prix, à l'exception toutefois des circonstances anormales ou personnelles**“. Le prix obtenu pour un bien titrisé offert avec une décote adaptée aux circonstances de l'opération correspondra donc toujours à la valeur estimée de réalisation ou au prix du marché. Le but de la disposition est d'éviter du point de vue fiscal des constructions abusives qui, dans le groupe, permettraient au cédant de réaliser, en appliquant lors de la cession du bien titrisé une décote démesurée par rapport au prix réel du marché, des pertes fiscales non justifiées et de transformer ces pertes en bénéfices défiscalisés sous le couvert d'un véhicule de titrisation. La Commission étant d'avis que l'alinéa 2 de l'article 27 de la loi de l'impôt sur le revenu constitue une base fiable suffisante à l'application d'une décote sur la valeur des biens titrisés, propose de maintenir cette disposition dans le projet de loi.

En ce qui concerne le point 8 ci-dessus, „le Conseil d'Etat constate qu'il a pour conséquence d'exclure indirectement les sociétés luxembourgeoises de l'investissement dans les sociétés de titrisation, dans la mesure où le régime mère-fille (Soparfi) ne pourra pas s'appliquer aux revenus versés par les sociétés de titrisation et que la cession de participations dans ces sociétés de titrisation ne pourra pas non plus bénéficier du régime fiscal des Soparfi“.

La Haute Corporation propose de supprimer l'alinéa e) de l'article 89 du projet de loi et d'ajouter deux alinéas nouveaux ayant pour effet d'offrir aux investisseurs dans un organisme de titrisation la possibilité respectivement d'atténuer ou d'éviter la double imposition économique.

Pour ce qui est de la remarque du Conseil d'Etat relative à l'alinéa e) de l'article 89 du projet (exclusion des organismes de titrisation du régime de l'intégration fiscale) il semble que la Haute Corporation confonde cette disposition avec le régime des sociétés mère-fille de l'article 166 de la loi de l'impôt sur le revenu. L'article 166 LIR n'étant pas visé par le présent projet de loi, la Commission a décidé de maintenir l'alinéa e) de l'article 89.

En ce qui concerne la proposition du Conseil d'Etat d'ajouter deux alinéas ayant pour objet soit d'atténuer soit d'éviter une double imposition économique, il y a lieu de faire la remarque suivante. La double imposition économique signifie imposition dans le chef de l'organisme réalisant un revenu et imposition dans le chef de l'investisseur dans cet organisme au moment de la distribution du reliquat de ce revenu. Or, comme le véhicule de titrisation est un organisme totalement défiscalisé ne recueillant normalement pas de revenus déjà imposés, l'on n'est pas en présence d'une cascade d'imposition, dont les effets devraient être atténués voire évités pour des raisons d'équité fiscale. Comme ces propositions peuvent donner lieu à une importante perte de matière imposable, tant au niveau de l'impôt sur le revenu des collectivités qu'au niveau de l'impôt commercial communal, la Commission est d'avis de ne pas considérer l'ajout proposé par le Conseil d'Etat.

Concernant le point 9 ci-dessus (seules les distributions effectuées avant la fin de l'année suivant celle de la prise en charge des engagements sont déductibles dans le chef des sociétés de titrisation), le Conseil d'Etat est d'avis que cette restriction constitue une entrave sérieuse à la constitution d'organismes de titrisation fonctionnant sous le régime de la capitalisation qui n'opèrent des distributions aux investisseurs qu'à la fin de l'opération de titrisation qui peut durer plusieurs années. La Commission se rallie à l'argumentation du Conseil d'Etat et propose de supprimer à l'alinéa c) de l'article 89 le bout de phrase „avant la fin de l'exercice d'exploitation suivant celui de la prise en charge de ces engagements.“

\*

## 5. COMMENTAIRE DES ARTICLES

Le rapporteur tient à souligner que le commentaire des articles ci-après se limite aux observations du Conseil d'Etat et aux appréciations y relatives de la Commission afin d'éviter des remarques répétitives. Pour les questions non abordées, le rapporteur renvoie au commentaire des articles du projet gouvernemental ainsi qu'aux remarques relatives à la fiscalité qui ont été formulées précédemment au chapitre 4.8 du rapport.

*Ad intitulé.–*

Conformément à la proposition du Conseil d'Etat, la date de la loi du 27 juillet 2003 sur le trust et les contrats fiduciaires est insérée au troisième tiret de l'intitulé.

*Ad article 1er.–*

Cet article a trait aux notions de titrisation et d'organismes de titrisation. Le projet gouvernemental ne faisait pas de distinction entre les opérations et les véhicules mis en place après l'entrée en vigueur du présent projet de loi et ceux existant déjà et fonctionnant sur une base contractuelle. Ainsi ne serait-il pas clair si les opérations et véhicules en cours étaient obligés de se mettre en conformité avec la nouvelle loi. De même, le projet gouvernemental restait muet à la question si, après la mise en vigueur de cette loi, les acteurs économiques concernés seraient libres dans leur choix de se soumettre à la nouvelle loi ou d'opter pour des structures libres.

Afin d'assurer la sécurité juridique des situations existantes au moment de l'entrée en vigueur de la nouvelle loi, le Conseil d'Etat a formulé la suggestion suivante à laquelle la Commission se rallie. Le Conseil d'Etat propose d'insérer un nouvel article 91 disposant que la nouvelle loi „*ne s'applique pas aux opérations et organismes de titrisation mis en place avant son entrée en vigueur, à moins que les parties en cause n'en décident autrement par une déclaration de volonté expresse en modifiant les documents constitutifs de l'organisme de titrisation concerné en y incluant une disposition expresse en ce sens*“.

Suivant la suggestion de la Haute Corporation, la Commission a décidé de modifier la teneur du paragraphe 2 de l'article 1er de telle façon que tout véhicule de titrisation soucieux de se soumettre à la présente loi doit le préciser expressément respectivement dans ses statuts ou dans son règlement de gestion. Ainsi, la Commission a-t-elle tenu compte du souci d'assurer la flexibilité maximale en ouvrant aux opérations économiques la facilité de ne pas évoluer dans le cadre de la nouvelle loi.

Ces modifications ont des conséquences sur la subdivision du titre VI du présent projet. Ainsi, l'intitulé du titre VI est-il libellé „Titre VI. Dispositions modificatives et transitoire“. Les articles 86 à 90 sont repris sous un „*Chapitre 1 – Dispositions modificatives*“ et l'article 91 nouveau sous un „*Chapitre 2 – Disposition transitoire*“.

*Ad article 6.–*

La Commission juge utile la proposition du Conseil d'Etat d'exiger dans le texte de la loi que le règlement de gestion du fonds stipule expressément si le fonds en question est soumis au régime de la copropriété ou au régime du trust et de la fiducie. Le paragraphe (1) est complété dès lors par la phrase telle que rédigée par la Haute Corporation.

*Ad article 9.–*

L'article 9 ouvre la possibilité aux fonds de titrisation ou à l'un de leurs compartiments de recourir à des emprunts obligatoires. Vu que les fonds de titrisation n'ont pas la personnalité juridique, les auteurs du projet et la Commission préfèrent un libellé neutre de l'article 9 au lieu de suivre l'avis de la Haute Corporation qui avait suggéré de placer cet article dans la sous-section relative aux sociétés de gestion.

*Ad article 10.–*

Cet article concerne le règlement de gestion d'un fonds de titrisation ou de ses compartiments.

D'abord, la Commission a suivi la recommandation du Conseil d'Etat d'ajouter à l'article 10, paragraphe (1) un premier tiret nouveau qui stipule expressément comme indication obligatoire au règlement de gestion le choix du régime fait, à savoir celui de la copropriété ou celui du trust et de la fiducie.

Le Conseil d'Etat a également analysé le régime linguistique lié indirectement au paragraphe (3) de cet article et constaté qu'un règlement de gestion déposé auprès du Registre de commerce et des sociétés doit être rédigé en allemand ou en français ou au moins être traduit dans une de ces deux langues. Or, il s'avère que de tels documents sont souvent écrits en anglais et nécessiteraient ainsi une traduction coûteuse, surtout si le règlement est volumineux. Il s'ensuit que l'attractivité d'une opération de titrisation au Grand-Duché se serait détériorée. Par conséquent, le Conseil d'Etat a proposé d'ajouter à la loi une disposition calquée sur l'article 12 de la loi du 27 juillet 2003 relative au trust et aux contrats fiduciaires.

La Commission a repris le texte de la proposition de la Haute Corporation tout en l'ajoutant comme paragraphes (1) et (2) de l'article 52. Le paragraphe actuel de l'article 52 devient de ce fait le paragraphe (3). La Commission a opté pour cette approche de regrouper en un article unique l'ensemble des dispositions concernant l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines afin d'assurer la lisibilité et la clarté du texte.

*Ad article 13.–*

L'article 13 prévoit un certain nombre de règles en matière de mise en liquidation d'un fonds de titrisation. La Haute Corporation n'a pas d'observations quant au fond de cet article, mais elle se demande s'il ne serait pas préférable de faire figurer l'article 13 dans le cadre du chapitre 3 relatif à la liquidation des organismes de titrisation et plus précisément dans la section 1 dudit chapitre qui énonce les dispositions communes en matière de liquidation.

La Commission ne s'est pas prononcée en faveur d'un tel transfert. En effet, l'article 13 traite de la liquidation des seuls fonds de titrisation, alors que le chapitre 3 a trait à la liquidation des organismes de titrisation en général. L'article 13 a donc bien sa place dans la sous-section 1 de la section 2 du chapitre 1 du titre II.

*Ad article 14.–*

La Commission tient à préciser que la loi ne prescrit aucunement l'agrément des organismes de titrisation des sociétés de gestion par la Commission de surveillance du secteur financier. Le commentaire gouvernemental de l'article 14 précise uniquement qu'au cas où une société de gestion gère un organisme de titrisation, elle doit être approuvée par la Commission de surveillance du secteur financier.

*Ad article 15.–*

Concernant le paragraphe (2), la Commission se rallie à la proposition de texte de la Haute Corporation.

*Ad article 18.–*

La Commission suit la proposition du Conseil d'Etat et complète l'avant-dernier tiret. Il est ainsi précisé que les fonctions de la société de gestion prennent fin „*lorsque, dans le cadre d'un organisme agréé, la Commission de surveillance du secteur financier retire son agrément à la société de gestion*“.

*Ad article 19.–*

La Commission est d'accord avec la Haute Corporation pour dire qu'une définition d'une émission „en continu“ doit être développée sans pour autant que le texte de l'article 19 ne doive être changé.

Elle souligne à cet égard que le considérant (6) de la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice assimile l'émission en continu de valeurs mobilières à destination du public à une activité de réception de fonds auprès du public. L'activité de réception de dépôts auprès du public est réservée aux seuls établissements de crédit ou encore, dans certaines limites, à d'autres établissements agréés et surveillés. Cependant, ni la directive 2000/12/CE, ni la jurisprudence de la Cour de justice des communautés européennes, ni la jurisprudence nationale ne fournissent de précisions sur la notion d'émission „en continu“.

Il s'avère dès lors difficile de déterminer le sens exact que le législateur communautaire veut donner à cette notion. Pour éviter de prendre une position trop figée sur cette notion, dont il n'est pas exclu qu'elle pourra évoluer par la suite sous l'influence d'une part des pratiques des marchés et d'autre part de la jurisprudence communautaire et nationale, la Commission propose de ne pas préciser dans la loi la

notion d'émission „en continu“. Il en suit qu'en attendant une clarification jurisprudentielle de cette question, la Commission de surveillance du secteur financier peut examiner les structures de titrisation au cas par cas en vue de déterminer si les conditions d'existence d'une société de réception de dépôts du public sont ou ne sont pas réunies.

*Ad articles 22 à 26.–*

La Haute Corporation a soulevé la question de savoir quels sont les pouvoirs de l'administrateur provisoire nommé, le cas échéant, sur base de l'article 25(2), quatrième tiret et exprimé de préciser ce sujet. La Commission est d'avis que la loi prévoit implicitement qu'il appartient au magistrat désigné de déterminer la mission et les pouvoirs de l'administrateur provisoire qui pourront impliquer le droit d'acquisition et de disposition. Par conséquent, la Commission a décidé de laisser inchangé le texte des articles 22 à 26 du texte gouvernemental qui est d'ailleurs calqué sur la loi relative aux organismes de placement collectif.

*Ad articles 32 à 36.–*

Le Conseil d'Etat a recommandé d'ajouter à l'article 34 que le liquidateur est nommé en vertu de l'article 39(2). La Commission s'y oppose, car cet ajout aurait pour effet de restreindre la portée du texte dans la mesure où l'article 39 ne vise que le cas de la liquidation forcée des organismes de titrisation agréés, alors que l'article 34 traite de la liquidation forcée à la fois des organismes de titrisation agréés et non agréés.

Par ailleurs, la liquidation d'un organisme de titrisation non agréé constitué sous la forme d'une société de titrisation relève du droit commun des sociétés et celle d'un organisme de titrisation non agréé constitué sous la forme d'un fonds de titrisation contractuel. La Commission ne voit donc pas la nécessité d'ajouter à la loi une disposition spécifique en la matière, contrairement à ce que propose la Haute Corporation.

*Ad article 39.–*

La Commission se rallie à la suggestion du Conseil d'Etat, faite à propos de l'article 75. Ainsi, le paragraphe (2) de l'article 39 est-il complété par les mots „*sous réserve de l'article 75 ci-après*“.

*Ad articles 47 à 50.–*

La Commission partage le point de vue de la Haute Corporation que l'article 47 concerne les sociétés de titrisation et non les organismes de titrisation en général, ce qui aurait inclus les fonds de titrisation. La Haute Corporation note à juste titre que l'article 50 de la loi prévoit un propre régime comptable pour les fonds de titrisation. La Commission partage donc le point de vue du Conseil d'Etat que l'article 47 doit rester inchangé.

*Ad article 51.–*

La Commission se rallie à l'observation de la Haute Corporation de remplacer les mots „peut être liquidé“ par „est liquidé“, car il n'est pas à concevoir qu'une disposition fiscale soit potestative.

Par ailleurs, la Commission prend note de la recommandation du Conseil d'Etat de prendre dans les meilleurs délais le règlement grand-ducal auquel il est fait référence dans cet article.

*Ad article 52.–*

Le rapporteur renvoie aux observations se référant à l'article 10.

*Ad articles 54 et 55.–*

Le Conseil d'Etat „constate qu'il y a une différence de traitement entre les cessions de créances futures et celles de créances existantes, les cessions de créances futures étant mieux loties, en cas de faillite du cédant, que les cessions de créances existantes.“. La Commission peut suivre la remarque de la Haute Corporation, mais estime que la logique du dispositif du texte ne permet cependant pas d'étendre le régime de la cession des créances futures à celui de la cession des créances existantes et que la question ne revête d'ailleurs qu'un intérêt théorique. En effet, pour que des créances existant au moment de leur transfert à l'organisme de titrisation puissent être annulées, il faudrait que l'organisme de titrisation tombe en faillite endéans les six mois du transfert en question.

*Ad articles 60 et 61.–*

Le texte gouvernemental établit une corrélation entre, d'une part, les actifs acquis par l'organisme de titrisation et, d'autre part, les fonds reçus du public en vue de financer l'acquisition de ces actifs. La Haute Corporation propose de modifier l'article 61 paragraphe (3) afin de prévoir dans les documents constitutifs la possibilité de renoncer à la protection instaurée par ce paragraphe, à savoir que la capacité de l'organisme de titrisation de constituer des garanties et sûretés est limitée. Ces propos du Conseil d'Etat auraient pour effet de rompre le lien existant entre les actifs acquis et le financement de ces actifs étant donné qu'elle introduirait la possibilité pour un organisme de titrisation de donner les actifs en gage à un tiers. Selon l'avis de la Commission, cette approche risquerait de mettre en péril la sécurité juridique des structures de titrisation et amoindrirait la protection des investisseurs. En outre, elle juge que cela ne correspondrait pas à un besoin réel. Par conséquent, la Commission ne se rallie pas à l'observation de la Haute Corporation.

*Ad article 62.–*

La Commission souligne qu'il convient de faire une lecture restrictive de cet article qui ne prévoit pas la perméabilité des compartiments en ce qui concerne les créanciers. Ainsi, ne juge-t-elle pas nécessaire d'ajouter une disposition dans le texte apportant des précisions à ce sujet comme suggéré par le Conseil d'Etat.

*Ad article 63.–*

L'article en question a trait entre autres à la dérogation au droit commun en ce qui concerne l'émission d'actions de valeur inégale. Le droit de vote y attaché reste proportionnel à la quotité du capital représenté. Ainsi, la possibilité d'émettre des actions sans droit de vote est-elle exclue.

*Ad article 64.–*

Selon la Haute Corporation, „le projet déroge au droit commun en ce qu'il rend expressément licite une clause de non-recours dans les documents constitutifs et sanctionne d'irrecevabilité des procédures engagées en violation d'une telle clause.“. La Commission ne partage pas ce point de vue, puisque la validité des clauses de non-recours est déjà admise en droit luxembourgeois.

*Ad article 66.–*

La Commission se rallie à la proposition de texte du Conseil d'Etat faite dans son avis à propos de l'article 70 visant à modifier l'article 66.

*Ad articles 67 à 69.–*

La Commission préfère en rester au concept de représentant-fiduciaire, contrairement à l'avis de la Haute Corporation. En effet, les auteurs du texte gouvernemental ont souhaité rattacher ce concept à la notion de „trustee“ bien connue dans le droit anglo-saxon, une notion qui est censée communiquer l'idée de personne de confiance.

Par ailleurs, le représentant-fiduciaire d'un organisme de titrisation régi par le droit luxembourgeois peut avoir son siège statutaire soit au Grand-Duché soit à l'étranger. Dès lors, les propositions de texte de la Haute Corporation relatives à l'article 67 sont sans objet.

Ensuite, la Commission ne partage pas la conception civiliste évoquée par le Conseil d'Etat, car le code civil permet de confier la chose donnée en gage au créancier ou à un tiers convenu entre parties.

La Commission a donc décidé de maintenir le texte gouvernemental des trois articles sous rubrique.

*Ad article 72.–*

La Commission se rallie à la proposition de la Haute Corporation.

*Ad article 73.–*

L'article 73 autorisant une espèce de sous-mandat conféré par le représentant-fiduciaire à un tiers soulève la question de l'exigence d'un agrément de ce tiers au sens de la section 2 du chapitre 2 du présent projet. La Haute Corporation recommande de préciser expressément si un tel agrément est exigé ou non.

La Commission n'estime pas nécessaire de le préciser dans le texte. En effet, le représentant-fiduciaire est soumis à un agrément de la Commission de surveillance du secteur financier. Le tiers que le représentant-fiduciaire s'est substitué est le mandataire du représentant-fiduciaire et ne doit pas être agréé lui-même en tant que représentant-fiduciaire.

*Ad articles 77 et 78.–*

Le Conseil d'Etat propose d'inverser ces deux articles. Vu que l'article 77 couvre en effet la situation générale et l'article 78 n'examine qu'une situation spécifique, la Commission ne se rallie pas à cette proposition d'inversion.

*Ad article 79.–*

„Au vu des formalités exigées pour l'agrément d'un représentant-fiduciaire,“ le Conseil d'Etat se demande „s'il s'agit d'un nouveau type de professionnel du secteur financier (PSF), ce qui entraînerait une série de conséquences juridiques qui ne sont pas nécessairement souhaitables dans le cadre du présent projet.“

La Commission tient à préciser que les représentants-fiduciaires ne sont pas des PSF au sens de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier. C'est aussi la raison pour laquelle le texte gouvernemental définit les conditions d'agrément de ces représentants-fiduciaires au lieu de faire une référence à cette loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier. La Commission ne juge pas utile qu'une telle précision requière une modification de l'article 79.

*Ad article 80.–*

La Commission se rallie à la proposition de la Haute Corporation.

*Ad article 86.–*

En réponse à la question soulevée par le Conseil d'Etat, la Commission confirme que les représentants-fiduciaires ne sont pas des professionnels du secteur financier au sens de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier. Contrairement à la Haute Corporation, la Commission juge qu'une précision à cet égard n'est pas requise.

Par contre, la Commission se rallie à la proposition du Conseil d'Etat d'insérer le mot „modifiée“.

*Ad article 88.–*

Conformément à la proposition de la Haute Corporation, la Commission a décidé d'insérer la date de la loi du 27 juillet 2003 sur le trust et les contrats financiers.

*Ad article 89.–*

Dans un souci d'éviter des commentaires répétitifs, le rapporteur renvoie à ses explications sous le chapitre „4.8. De la fiscalité“ de ce rapport.

\*

Compte tenu de ce qui précède, la Commission des Finances et du Budget recommande à la Chambre des Députés d'adopter le projet de loi dans la teneur qui suit:

\*

TEXTE PROPOSE PAR LA COMMISSION

**PROJET DE LOI 5199**

**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 27 juillet 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**

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, et dont les statuts, le règlement de gestion ou les documents d'émission prévoient qu'ils sont soumis aux dispositions de la présente loi.

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 modifiée 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. Le règlement de gestion du fonds stipule expressément si le fonds est soumis au régime de la copropriété ou à celui du trust et de la fiducie.

(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 fiduciaires, 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:

- l'indication si le fonds est constitué sous la forme d'une copropriété ou d'un patrimoine fiduciaire,
- 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 modifiée 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, le cas échéant, à un représentant-fiduciaire, la société de gestion agit pour le compte du fonds de titrisation et de ses investisseurs à l’égard des tiers. Elle les représente, dans toute action en justice, 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 titrisation 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, dans le cadre d’un organisme agréé, 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 agréé, 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 président 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, sous réserve de l'article 75 ci-après.

(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 modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales et, à compter du 1er janvier 2005, celles des chapitres 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 modifiée 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, est 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.**– (1) Toutes conventions conclues dans le cadre d’une opération de titrisation ainsi que tous autres actes relatifs à une telle opération sont dispensés des formalités de l’enregistrement, même lorsqu’il en est fait usage, par acte public, en justice ou devant toute autre autorité constituée, toutes les fois qu’ils n’ont pas un effet translatif de droits devant être transcrits, immatriculés ou enregistrés portant sur un immeuble situé au Luxembourg, des aéronefs, des navires ou des bateaux de navigation intérieure immatriculés au Luxembourg. Toutefois, ils peuvent être présentés à la formalité de l’enregistrement, auquel cas ils sont enregistrés au droit fixe.

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

(3) 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 ci-après, les articles 86 à 97 de la loi modifiée 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 modifiée du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales.

(2) Les articles 86 à 97 de la loi modifiée 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 déroge 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 peut 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 où 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 modifiée 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 et transitoire****Chapitre 1 – Dispositions modificatives**

**Art. 86.**– L'article 13 (2) de la loi modifiée 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 27 juillet 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.“
- 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.“

### **Chapitre 2 – *Disposition transitoire***

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

Luxembourg, le 19 février 2004

*Le Rapporteur,*  
Norbert HAUPERT

*Le Président,*  
Lucien WEILER

Service Central des Imprimés de l'Etat

5199/06

N° 5199<sup>6</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2003-2004

**PROJET DE LOI**

relative à la titrisation et portant modification de

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier
- la loi du 27 juillet 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

\* \* \*

**DISPENSE DU SECOND VOTE CONSTITUTIONNEL  
PAR LE CONSEIL D'ETAT**

(16.3.2004)

*Le Conseil d'Etat,*

appelé par dépêche du Premier Ministre, Ministre d'Etat, du 10 mars 2004 à délibérer sur la question de dispense du second vote constitutionnel du

**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 27 juillet 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

qui a été adopté par la Chambre des députés dans sa séance du 9 mars 2004 et dispensé du second vote constitutionnel;

Vu ledit projet de loi et l'avis émis par le Conseil d'Etat en sa séance du 19 décembre 2003;

*se déclare d'accord*

avec la Chambre des députés pour dispenser le projet de loi en question du second vote prévu par l'article 59 de la Constitution.

Ainsi décidé en séance publique du 16 mars 2004.

*Le Secrétaire général,*

Marc BESCH

*Le Président,*

Pierre MORES

Service Central des Imprimés de l'Etat

5199

**MEMORIAL**

Journal Officiel  
du Grand-Duché de  
Luxembourg

**MEMORIAL**

Amtsblatt  
des Großherzogtums  
Luxemburg

---

**RECUEIL DE LEGISLATION**


---

A — N° 46

29 mars 2004

**Sommaire****TITRISATION**

Loi du 22 mars 2004 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 27 juillet 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 . . . . . page 720

**Loi du 22 mars 2004 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 27 juillet 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.

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

Notre Conseil d'Etat entendu ;

De l'assentiment de la Chambre des Députés ;

Vu la décision de la Chambre des Députés du 9 mars 2004 et celle du Conseil d'Etat du 16 mars 2004 portant qu'il n'y a pas lieu à second vote ;

Avons ordonné et ordonnons :

## TITRE I

### Définitions

**Art. 1<sup>er</sup>.** (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, et dont les statuts, le règlement de gestion ou les documents d'émission prévoient qu'ils sont soumis aux dispositions de la présente loi.

## 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 modifiée 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. Le règlement de gestion du fonds stipule expressément si le fonds est soumis au régime de la copropriété ou à celui du trust et de la fiducie.

(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 fiduciaires, 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:

- l'indication si le fonds est constitué sous la forme d'une copropriété ou d'un patrimoine fiduciaire,
- 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 modifiée 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, le cas échéant, à un représentant-fiduciaire, la société de gestion agit pour le compte du fonds de titrisation et de ses investisseurs à l'égard des tiers. Elle les représente, dans toute action en justice, tant en demande qu'en défense, sans avoir à révéler l'identité des investisseurs, la seule indication que la société de gestion intervient est qualifiée 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 titrisation 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, dans le cadre d'un organisme agréé, 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 agréé, 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 président 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 publie 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, sous réserve de l'article 75 ci-après.

(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 modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales et, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005, celles des chapitres 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 modifiée 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, est 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.** (1) Toutes conventions conclues dans le cadre d'une opération de titrisation ainsi que tous autres actes relatifs à une telle opération sont dispensés des formalités de l'enregistrement, même lorsqu'il en est fait usage, par acte public, en justice ou devant toute autre autorité constituée, toutes les fois qu'ils n'ont pas un effet translatif de droits devant être transcrits, immatriculés ou enregistrés portant sur un immeuble situé au Luxembourg, des aéronefs, des navires ou des bateaux de navigation intérieure immatriculés au Luxembourg. Toutefois, ils peuvent être présentés à la formalité de l'enregistrement, auquel cas ils sont enregistrés au droit fixe.

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

(3) 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 1<sup>er</sup> 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 ci-après, les articles 86 à 97 de la loi modifiée 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 modifiée du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales.

(2) Les articles 86 à 97 de la loi modifiée 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 déroge 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 peut 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 où 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 modifiée 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 et transitoire****Chapitre 1 – Dispositions modificatives**

**Art. 86.** L'article 13 (2) de la loi modifiée 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 27 juillet 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.»

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 1<sup>er</sup> 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 1<sup>er</sup> 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.»

**Chapitre 2 – Disposition transitoire**

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

Mandons et ordonnons que la présente loi soit insérée au Mémorial pour être exécutée et observée par tous ceux que la chose concerne.

Le Ministre du Trésor et du Budget,  
**Luc Frieden**

Palais de Luxembourg, le 22 mars 2004.  
**Henri**

Doc. parl. 5199, sess. ord. 2002-2003 et 2003-2004