

N° 5201¹**CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2003-2004

PROJET DE LOI**relative à la Société d'investissement en capital à risque (SICAR)
et portant modification de**

- 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 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial communal
- la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée

* * *

AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

(18.2.2004)

Par sa lettre du 28 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.

Le projet de loi relatif à la Société d'investissement en capital à risque (SICAR) a pour objet de doter le Luxembourg d'une législation nouvelle en matière de fonds d'investissement en capital à risque.

La Chambre de Commerce salue cette initiative à deux égards. En premier lieu la mise en place d'une législation spécifique aux SICAR permettra à la place financière luxembourgeoise de développer un domaine qui lui a largement échappé jusqu'à présent, faute d'une législation adaptée.

En deuxième lieu la législation relative aux SICAR permettra de stimuler davantage la création d'entreprise au Luxembourg, et en particulier les nouvelles sociétés dans le domaine technologique.

La Chambre de Commerce déplore en effet un manque de disponibilité de capital risque au Luxembourg. Il existe certes une panoplie d'aides et de subventions à l'investissement mis à disposition par l'Etat, la Société Nationale de Crédit et d'Investissement (SNCI) ainsi que d'autres institutions. Ces aides et subsides présupposent toutefois un apport préalable de fonds de la part de l'investisseur. Il faut espérer que la mise en oeuvre de la nouvelle forme de société SICAR pourra compléter utilement les outils de financement de nouvelles sociétés.

Le placement de fonds en capital à risque pouvait être opéré jusqu'à présent soit dans le cadre de la partie II de la loi modifiée du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif, soit sur la base du droit commun des sociétés, sous la forme de „clubs d'investissement“ d'accès très restreint. Ce cadre légal pouvait cependant s'avérer insuffisamment flexible pour des opérations effectuées par des investisseurs institutionnels ou avertis. L'objet du projet de loi est donc de proposer un cadre plus libéral que celui de la loi du 30 mars 1988, tout en soumettant les sociétés d'investissement concernées à la surveillance de la CSSF.

Les chances de réussite d'un projet tel que celui de la SICAR viendront surtout de sa flexibilité en comparaison à d'autres législations, soit anglo-saxonnes, soit plus proches du Luxembourg, telle celle relative aux PRICAF belges. Le Luxembourg ne dispose guère de part l'exiguïté de son territoire et de l'absence de grands centres de recherche universitaire ou de grandes entreprises consacrant d'importants montants dans le développement et la recherche de haute technologie ou de biotechnologie d'un

nombre élevé de start-up ou de spin-off même si certaines structures dans ce sens ont vu le jour au cours des dernières années. Ainsi le parcours 1, 2, 3, Go, mis en place par l'asbl Business Initiative et progressivement repris par la Chambre de Commerce, permet de faire mûrir des projets d'entreprises. L'hébergement initial peut être assuré au Technoport Schlassgoart à Esch-sur-Alzette auprès du Centre de Recherche Public Henri-Tudor ou encore auprès du centre EcoStart à Foetz géré par le ministère de l'Economie. Il faut espérer que la mise en oeuvre de l'Université de Luxembourg permettra également de créer à partir des recherches et investigations qui y seront effectuées de nouvelles sociétés.

Pour que les SICAR puissent être une réelle plus-value pour la place financière, il faut que son application dépasse le financement de projets au Luxembourg. Il s'agit donc de mettre sur pied un véhicule concurrentiel pour l'investisseur privé ou institutionnel, véhicule qui est susceptible d'investir lui-même dans des fonds. En d'autres termes, le véhicule doit être autant capable d'investir directement que de servir de fonds de fonds. La SICAR se doit d'offrir toute la flexibilité requise sur tous les plans où cela est possible.

1. Forme et objet de la société

Le texte du projet de loi ne vise pas à créer une forme particulière de société commerciale. Au contraire, le nouveau véhicule créé peut prendre diverses formes connues, telle que la société en commandite simple, la société en commandite par actions, la société à responsabilité limitée, la société anonyme ou la société coopérative organisée sous forme de société anonyme. Ceci laisse une grande souplesse dans la création de la société à laquelle la loi de 1915 sur les sociétés commerciales sera toujours applicable, sauf s'il y est expressément dérogé par la future loi sur les SICAR. Le régime prévu par le projet de loi ne s'appliquera qu'aux sociétés qui ont entendu s'y soumettre statutairement et qui en feront la mention expresse dans leur dénomination en vertu de l'article 7.

La responsabilité des investisseurs est celle du droit commun des sociétés. Cela signifie qu'en pratique, les teneurs de parts et actionnaires ne sont toujours responsables que dans la limite de leur mise, sauf pour les commandités des sociétés en commandite. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les commandités s'avéreront, en règle générale, être eux-mêmes des sociétés de capitaux.

Le capital social de la SICAR offre une grande flexibilité quelle que soit la forme juridique choisie. Les sociétés de capitaux sont expressément munies de la possibilité de se doter d'un capital variable. En plus, le capital social ne doit atteindre le minimum requis qu'après un an et le capital souscrit ne doit pas être libéré immédiatement. Quant aux remboursements de capital, ils se font sans formalité particulière. Le statut des titres émis dépend de la forme de la société choisie. Enfin, le compartimentage des SICAR n'a pas été ressenti comme nécessaire.

La possibilité de coter la SICAR à la Bourse de Luxembourg est un des atouts du nouveau véhicule qui pourra répondre ainsi aux besoins d'investisseurs qui, pour des raisons réglementaires, investissent plus facilement dans des produits cotés. Cela ne veut pas dire qu'il suffit toujours d'être une SICAR pour pouvoir être coté. Ainsi la forme de la société, la cessibilité des actions ou le nombre des actionnaires sont autant de critères qui peuvent entrer en ligne de compte pour que la Bourse de Luxembourg admette finalement à la cote une SICAR déterminée.

L'objet principal de la société doit être le placement en valeurs représentatives de capital à risque. Ce dernier est défini par l'article 1 (2) comme un apport de fonds à des entités en vue de leur lancement, de leur développement ou de leur introduction en bourse. Le risque lié à de tels investissements peut donc notamment provenir du fait que le capital est mis à disposition d'entreprises nouvellement créées, ou non cotées, qu'il est fourni à certains secteurs d'activité à potentiel de développement élevé, ou encore que les placements sont très peu diversifiés.

2. La notion d'investisseur averti

Une des conditions pour l'application du nouveau régime est la limitation des destinataires des titres à des investisseurs avertis. Le projet donne une définition de la notion d'investisseur averti. Cette définition présente l'intérêt d'élargir l'éligibilité de ces investissements non seulement aux investisseurs institutionnels ou professionnels, mais aussi à une clientèle privée experte. L'investisseur doit être conscient de la prise de risques accrus.

Pour arriver à cette fin, le projet de loi prévoit que l'investisseur déclare par écrit son adhésion au statut d'investisseur averti et qu'il investisse un minimum de 125.000 EUR. Les rédacteurs du projet de

loi ont considéré ce montant assez dissuasif pour le petit épargnant. Selon le projet, cette dernière condition peut néanmoins être remplacée par une appréciation écrite d'un professionnel financier certifiant que l'investisseur dispose d'une expertise, d'une expérience et d'une connaissance suffisante pour apprécier de manière adéquate un placement en capital à risque.

Ce système a été imaginé en collaboration étroite avec les professionnels concernés du secteur financier. Pourtant, il présente certaines difficultés. La certification fait peser sur le professionnel une responsabilité qui pourrait être mise en jeu par l'investisseur au cas où son placement s'avère désastreux, ce qui, il faut le répéter, n'est en l'occurrence pas une hypothèse d'école. Cela a été voulu pour éviter que le professionnel ne conseille à ses „petits“ clients ce genre d'investissement sans se soucier de leur exacte compréhension de son caractère risqué. Mais en pratique, le danger de voir sa responsabilité mise en cause sera tel qu'un professionnel ne pourra jamais permettre l'investissement de sommes inférieures à 125.000 EUR. Or, dans le cadre d'une juste répartition des risques inhérents au portefeuille d'un client particulier, il peut être dans l'intérêt du client de n'investir que des sommes relativement modestes dans des instruments risqués. Le cas visé est surtout celui de la gestion discrétionnaire, dans laquelle un banquier ou un gestionnaire définit les quotes-parts des investissements d'un client en vertu d'un profil de celui-ci et d'une politique d'investissement déterminée avec lui. Il suffit d'imaginer une stratégie d'investissement orientée vers une participation dans du capital à risque de quelque 10%, pour se rendre compte que le client le plus modeste à pouvoir en profiter doit donner en gestion un capital d'au moins 1.250.000 EUR.

Pour permettre aux professionnels du conseil à l'investissement et de la gestion discrétionnaire de recourir aux investissements en SICAR pour compte de portefeuilles diversifiés, la Chambre de Commerce propose une plus grande souplesse dans l'utilisation de cet instrument par les investisseurs tout en protégeant le petit épargnant en rédigeant l'article 2 comme suit:

„Est investisseur averti au sens de la présente loi l'investisseur institutionnel, l'investisseur professionnel ainsi que tout autre investisseur qui répond aux conditions suivantes: 1) il certifie avoir été averti des risques particuliers liés à ce type d'investissement, ou 2) il investit un minimum de 125.000 EUR dans la société.“

Cette rédaction permet, d'une part, de donner une définition à la notion d'investisseur averti et, d'autre part, d'établir des critères souples permettant l'investissement selon diverses modalités tout en excluant l'investisseur non expérimenté ou en garantissant que l'investissement soit réalisé en connaissance de cause. D'ailleurs, elle n'exonère pas le banquier de son devoir de conseil en matière de placements, ni de sa responsabilité afférente. A cet égard, l'article 37 de la loi relative au secteur financier impose expressément aux professionnels de „s'informer de la situation financière de (leurs) clients, de leur expérience en matière d'investissement“ et d'agir, dans l'exercice de leur activité, „loyalement et équitablement au mieux des intérêts de (leurs) clients“.

3. La politique d'investissement

La politique d'investissement est libre. Cela veut dire que l'investissement dans une seule entreprise, l'octroi de crédit, le recours aux instruments dérivés ou encore le placement dans des OPC est parfaitement possible. Si cette liberté est certes génératrice de risque, il est logique aussi que des investisseurs à risque ne restent pas bloqués autrement que par les règles qu'ils se sont eux-mêmes données.

4. L'entrée en liquidation

L'article 19 dispose que le tribunal prononcera sur la demande du procureur, agissant d'office ou à la requête de la CSSF, la dissolution et la liquidation des SICAR, dont l'inscription à la liste aura été refusée ou retirée. Cette conséquence semble excessive alors que l'on peut parfaitement concevoir qu'une société perde le statut de SICAR et soit prête à en subir toutes les conséquences, notamment fiscales, mais qu'elle reste une société de droit commun.

5. Les obligations en matière de comptes sociaux

Les articles 23 et 24 du projet de loi imposent la publication d'un rapport annuel contenant un bilan. Bien que ces articles s'inspirent de l'article 86 de la loi modifiée de 1988 sur les OPC, il n'est pas prévu d'annexe relative au contenu du rapport annuel. Cependant, dans la mesure où les SICAR sont soumises

aux dispositions générales applicables aux sociétés commerciales, il est possible en ce domaine de se reporter à l'article 208 de la loi du 10 août 1915 auquel se substituera, à compter du 1er janvier 2005, l'article 30 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. Or, selon cette disposition, les sociétés d'investissement établissent justement leurs comptes annuels conformément aux règles fixées sur base de l'article 86 de la loi 1988 sur les OPC. La définition de „société d'investissement“ au sens de cet article peut être appliquée aux SICAR dans la mesure où il s'agit des „sociétés dont l'objet unique est de placer leurs fonds en valeurs mobilières variées, en valeurs immobilières variées et en d'autres valeurs dans le seul but de répartir les risques d'investissement et de faire bénéficier leurs actionnaires ou associés des résultats de la gestion de leurs avoirs“. Ainsi l'article 24, en tentant d'éviter les lourdeurs de l'article 86, y a quand même indirectement soumis les SICAR.

Il convient par conséquent de formuler l'article 23 (1) de la manière suivante: „L'article 208 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales ne s'applique pas à la SICAR. La SICAR doit publier un prospectus et un rapport annuel par exercice.“

Un autre problème se pose du fait de l'application aux SICAR des dispositions générales applicables aux sociétés commerciales, dans la mesure où les dispositions relatives aux comptes consolidés seront applicables aux SICAR. Les articles 309 et suivants de la loi du 10 août 1915, relatifs aux comptes consolidés, sont applicables aux sociétés anonymes, aux sociétés en commandite par action, aux sociétés à responsabilité limitée, ainsi qu'aux sociétés en nom collectif et aux sociétés en commandite simple lorsque tous leurs associés sont des sociétés. Ces sociétés, y compris les futures SICAR, doivent établir des comptes consolidés dès lors:

- qu'elles détiennent la majorité des droits de vote des actionnaires ou associés d'une entreprise,
ou
- qu'elles ont le droit de nommer ou révoquer la majorité des membres de l'organe d'administration, de direction ou de surveillance d'une entreprise et sont en même temps actionnaire ou associé de cette entreprise,
ou
- qu'elles sont actionnaire ou associé d'une entreprise et contrôlent seules, en vertu d'un accord conclu avec d'autres actionnaires ou associés de cette entreprise, la majorité des droits de vote des actionnaires ou associés de cette entreprise.

Un critère de taille s'ajoute à ceux-ci, puisque l'article 313 de la loi du 10 août 1915 exempte de l'obligation d'établir des comptes consolidés les sociétés dont l'ensemble des entreprises qui devraient être consolidées ne dépassent pas un bilan total de 12,5 millions d'EUR, un chiffre d'affaires de 25 millions d'EUR et/ou 250 employés. Dès lors que deux de ces critères sont dépassés, la société doit établir des comptes consolidés.

Afin de préserver l'avantage des SICAR luxembourgeoises par rapport à leurs concurrentes étrangères, il conviendrait en conséquence d'exempter les SICAR de l'obligation d'établir des comptes consolidés. Il convient par conséquent d'ajouter à l'article 24 du projet de loi un paragraphe (3) ainsi rédigé:

„Nonobstant l'article 309 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales, les SICAR sont exemptes de l'obligation d'établir des comptes consolidés.“

6. Le régime fiscal

Le régime fiscal rencontre dans une large mesure les aspirations des milieux professionnels. Néanmoins, les articles 34 (1) (a) et 36 du projet de loi donnent lieu à de sérieuses réserves.

Les dispositions fiscales visent notamment à constituer une réponse adaptée aux investisseurs internationaux, en évitant de possibles abus. Les deux dispositions citées traitent de l'imposition d'investisseurs dans une SICAR constituée en forme de société en commandite simple (SECS). La SECS est en principe traitée comme entité fiscalement transparente, l'imposition s'effectuant au niveau des investisseurs. Une exception existe néanmoins en matière d'impôt commercial communal (ICC) où la société est imposable dans la mesure où elle exerce une activité réputée commerciale.

Or, si l'activité d'une SICAR, constituée en forme de SECS, était considérée comme entreprise commerciale, des investisseurs internationaux ayant comme seul lien avec le Luxembourg un investis-

sement comme associé commanditaire, pourraient se voir imposer au Luxembourg sur leur quote-part des revenus de la SECS. Cette imposition pourrait se faire par deux biais notamment.

Premièrement, l'investisseur pourrait être soumis à l'impôt sur le revenu (IR) suivant l'article 156 (1)(a) LIR, dans la mesure où le revenu est réputé réalisé directement ou indirectement par un établissement stable¹, l'imposition naissant alors de par son seul investissement dans la SECS.

Deuxièmement, la SECS elle-même pourrait être soumise à l'ICC, et donc l'investisseur se trouverait effectivement imposé sur sa quote-part des revenus de la SICAR.

Une telle imposition rendrait un investissement dans une SICAR en forme de SECS fiscalement défavorable pour la plupart des investisseurs internationaux et serait ainsi contraire à l'objet du projet de loi.

L'imposition dans ces deux chefs, ainsi que la question fondamentale de la nature commerciale ou non d'une entreprise sont relativement complexes et dépendent notamment de l'interaction de la législation fiscale luxembourgeoise d'application interne et des conventions fiscales conclues par le Luxembourg, le cas échéant. La jurisprudence luxembourgeoise donne certaines indications quant à l'étendue de la notion d'entreprise commerciale, mais n'apporte pas de réponse claire à la question de savoir si une SICAR serait une entreprise commerciale. Également, les conventions de non-double imposition (CDI) conclues par le Luxembourg, complétées par les commentaires sur la convention-modèle OCDE, n'apportent que certains éléments de réponse et n'apportent aucune réponse pour des investisseurs résidents dans des pays avec lesquels le Luxembourg n'a pas conclu de CDI.

Le projet de loi laisse ouverte la question si une SICAR peut constituer une entreprise commerciale. Il écarte bien la fiction dite „Geprägerechtsprechung“ suivant laquelle l'activité d'une SECS peut être réputée entreprise commerciale de par la seule composition de ses associés. Le commentaire des articles mentionne à cet égard que la SICAR sous forme de SECS n'aura pas *nécessairement* une activité commerciale. Mais la question de fond reste sans réponse.

Ainsi, l'incertitude juridique subsiste quant à la question de savoir si on est en présence ou non d'une entreprise commerciale et les incertitudes qui en découlent seraient de nature à décourager des promoteurs d'utiliser la SICAR sous forme de SECS.

La Chambre de Commerce propose de clarifier la situation en prévoyant qu'une SICAR constituée sous forme de SECS n'est pas une entreprise commerciale dans les termes suivants:

„Article 34 (1) (a): L'Article 14 numéro 1 est complété par la phrase suivante: „La société d'investissement en capital à risque (SICAR) sous forme de société en commandite simple n'est pas à considérer comme entreprise commerciale cependant;“

„Article 36: L'alinéa 2 du paragraphe 2 de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial communal est complété par l'ajout d'un numéro 4 libellé comme suit: „4. La société d'investissement en capital à risque (SICAR) sous forme de société en commandite simple n'est pas à considérer comme entreprise commerciale.“

Ce libellé permet d'éviter l'incertitude décrite, tout en minimisant les limitations apportées à la définition de l'entreprise commerciale.

7. Rectifications d'ordre matériel

A l'article 15, paragraphes 3, 5 et 6, quelques erreurs matérielles doivent être corrigées dans la mesure où l'appellation „SICAR“ est propre au droit luxembourgeois. Dès lors il convient de remplacer le terme „SICAR“ par celui de „société d'investissement en capital à risque“ lorsqu'il désigne les sociétés établies dans d'autres Etats membres de l'Union européenne.

A l'article 15 (2), concernant la coopération de la CSSF avec les autorités de surveillance des autres Etats membres de l'Union européenne, il convient de préciser que la CSSF et ces autorités collaborent „en vue de l'accomplissement de leur mission de surveillance des SICAR et des autres sociétés d'investissement en capital à risque“.

¹ L'établissement stable ayant une définition relativement large dans le paragraphe 16 StAnpG et comprenant le concept de siège de direction, on peut comprendre qu'une SICAR en forme de SECS constitue un établissement stable d'un associé commanditaire.

Conclusion

Sous réserve des modifications proposées, le projet de loi sera un réel outil de promotion des investissements en capital à risque au Luxembourg. Le cadre légal apparaît suffisamment souple, libéral, mais néanmoins protecteur. Ce régime équilibré devrait faire de la SICAR un instrument attractif qui offrira à la place financière d'utiles perspectives de développement.

*

Sous réserve des modifications proposées, la Chambre de Commerce peut approuver le projet de loi sous rubrique.

