

N° 5201⁴**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 DU CONSEIL D'ETAT

(27.4.2004)

Par dépêche du 25 juillet 2003, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a saisi le Conseil d'Etat du 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
- la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif.

Le texte du projet, élaboré par le ministre du Trésor et du Budget, était accompagné de l'exposé des motifs ainsi que du commentaire des articles.

L'avis de la Chambre de commerce est parvenu au Conseil d'Etat par dépêche du 4 mars 2004.

Par dépêche du 2 avril 2004, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a saisi le Conseil d'Etat d'une série d'amendements gouvernementaux à la demande du ministre du Trésor et du Budget. Le texte de ces amendements était accompagné d'un commentaire.

Enfin, par dépêche du 23 avril 2004, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a saisi le Conseil d'Etat d'un amendement additionnel à la demande du ministre du Trésor et du Budget. Le texte de l'amendement était accompagné d'un commentaire.

*

CONSIDERATIONS GENERALES

La législation existante prévoit déjà un certain nombre de dispositions relatives à des véhicules d'investissements réglementés ou non devant opérer dans de nouveaux créneaux d'investissements à potentiel d'investissement élevé. Toutefois, l'industrie de ce nouveau créneau d'activités d'investissement ne dispose pas encore au Luxembourg des structures juridiques et véhicules appropriés à l'instar de ce que prévoient certaines législations étrangères, notamment anglo-saxonnes. Aussi le présent projet de loi relatif à la société d'investissement en capital à risque vise-t-il à combler ces lacunes et à doter le Luxembourg de l'infrastructure adéquate favorisant les activités de ce qu'il est convenu d'appeler dans le monde financier le „venture capital“ et le „private equity“. Le projet de loi est caracté-

risé par un haut degré de technicité et le commentaire des articles devrait, de l'avis du Conseil d'Etat, permettre aux instances législatives ainsi qu'aux milieux financiers et économiques intéressés de saisir toute la portée innovatrice des mesures projetées.

La spécificité du „venture capital“ consiste dans la mise à disposition du capital nécessaire à des firmes ou sociétés nouvellement créées ou lancées („start up companies“) ou encore de fournir les moyens aux acteurs économiques désireux de développer des activités à potentiel élevé lesquelles présentent un aspect risque non négligeable. Ainsi, l'investisseur en „venture capital“ s'engage pour un terme plus ou moins long dans une activité dont il tentera d'évaluer le risque et dont il espère retirer un rendement élevé en relation avec le risque assumé.

Le „private equity“, notion plus large, s'applique à tout investissement dans une société privée non cotée, souvent de taille relativement limitée et d'un risque non négligeable. Pour ces deux véhicules d'investissements, la notion de risque élevé combinée à une attente de rendement conséquent s'accompagne d'une quasi-absence ou d'une absence totale de liquidité des titres souscrits. Les investisseurs doivent pendant la phase initiale être prêts à renoncer à toute distribution de dividendes ou à tout revenu, voire même à des remboursements éventuels.

En Europe, les notions de „venture capital“ ou de „private equity“ sont relativement récentes et n'ont guère donné lieu au développement d'activités concrètes jusque dans les années 80. Les mentalités ont évolué profondément depuis et ces activités nouvelles sont perçues aujourd'hui comme des possibilités efficaces de stimuler l'économie et par ricochet le marché de l'emploi. Certaines mesures incitatives ont ainsi été intégrées au programme d'action spécial pour l'emploi du Sommet d'Amsterdam en juin 1997. En avril 1998, la Commission européenne a estimé dans une communication que „le capital d'investissement peut constituer une des clés de la création d'emplois dans l'Union européenne“. En mars 2000, les conclusions de la présidence à l'issue du Conseil européen de Lisbonne insistaient que la réalisation du nouvel objectif stratégique reposerait essentiellement sur le secteur privé et sur les partenariats entre les secteurs public et privé. Les ressources nécessaires seraient à mobiliser tant sur les marchés que par les Etats membres ainsi que par la Banque européenne d'investissement.

L'activité de l'industrie provenant du „venture capital“ devenait de plus en plus intense depuis la fin des années 80 jusqu'à 1996 pour s'intensifier substantiellement jusqu'en 2000 inclus. Dans le contexte économique général difficile, ces activités en „venture capital“ et en „private equity“ ont été heurtées de plein fouet et les investissements ont chuté considérablement. Néanmoins, les spécialistes gardent leur confiance pour ces activités à haut potentiel pour les moyen et long termes.

Jusqu'à présent, les milieux intéressés pouvaient recourir au Luxembourg pour le développement de leurs activités d'investissements aux fonds spécialisés selon une structure prévue à la partie II de la loi modifiée du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif. Dans ce contexte, il est indiqué de renvoyer à la définition d'„OPC spécialisé“ telle qu'elle fut donnée par l'autorité de surveillance dans sa circulaire IML 91/75. Les promoteurs et gestionnaires de fonds relevant de cette partie II de la loi susmentionnée font l'objet d'un agrément préalable de la part de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF). Ce régime protecteur est adapté au fonds de type „venture capital“ collectant les fonds auprès du public. Toutefois, il ne répond guère aux attentes des professionnels de ces nouveaux créneaux à haut risque pourtant vitaux pour l'économie à l'avenir.

A côté des possibilités prévues dans la législation spécialisée sur les organismes de placement collectif, le secteur actif dans le capital à risque peut recourir à d'autres types d'instruments relevant des sociétés régies par les dispositions de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, le plus souvent sous forme de sociétés en commandite par actions. De telles sociétés actives en „venture capital“ ou en „private equity“ ne sont pas soumises à la surveillance de la CSSF ni à une autre autorité de contrôle puisqu'elles ne font pas appel à l'épargne du public. Dans ce contexte, il y aurait lieu de mentionner également les possibilités offertes par la loi du 19 juillet 1991 concernant les organismes de placement collectif dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public. Le Conseil d'Etat tient à préciser que tous ces instruments et véhicules resteront à la disposition d'éventuels promoteurs indépendamment et en complément du nouveau cadre créé par le projet de loi sous avis.

Le Conseil d'Etat approuve l'initiative gouvernementale de créer un régime supplémentaire spécifique à l'intention des milieux actifs en „private equity“ ou en „venture capital“. L'élargissement projeté de la palette de véhicules ou structures d'investissement luxembourgeois est susceptible, selon le Conseil d'Etat, de déclencher un nouveau dynamisme bénéfique à l'avenir de la place financière, tout en s'insérant dans le cadre des objectifs communautaires.

Les caractéristiques du nouveau régime projeté créent un cadre plus libéral que celui prévu par la loi modifiée du 30 mars 1988, notamment du fait que ni le promoteur ni le gestionnaire ne feront l'objet d'un agrément de la part de la CSSF. Certains critères ou encore certaines contraintes d'investissement sont assouplis afin de répondre aux besoins spécifiques dictés par les nouvelles activités. C'est la raison pour laquelle les nouveaux véhicules d'investissement ne s'adressent qu'à des investisseurs spécialisés avertis censés être capables d'appréhender à leur juste mesure les risques inhérents à ce type d'activités. Les sociétés d'investissement répondant aux dispositions de la nouvelle loi sont soumises à la surveillance de la CSSF. En outre, une banque dépositaire ainsi qu'un réviseur d'entreprises doivent être désignés par ces sociétés d'investissement en capital à risque.

Les formes juridiques retenues pour la société d'investissement en capital à risque sont soit la forme de société en commandite simple ou de société en commandite par actions, ces deux formes étant particulièrement inspirées du „limited partnership“ de droit anglais, soit la société à responsabilité limitée ou la société anonyme ou encore la société coopérative organisée sous forme de société anonyme. Le Conseil d'Etat voudrait dans ce contexte attirer l'attention sur l'alternative donnée par cette approche entre une société de personnes fiscalement transparente ou une société de capitaux. Cet aspect des choses est particulièrement significatif lors de l'application des dispositions fiscales dont l'importance s'avère primordiale pour répondre aux attentes de promoteurs étrangers, et ceci notamment dans le contexte de la transparence fiscale.

Les auteurs du projet estiment à juste titre que le nouveau véhicule favorisant l'investissement en capital à risque devrait répondre aux attentes des acteurs internationaux, tout en contribuant à faciliter le financement des PME et en stimulant ainsi l'économie et l'emploi au Luxembourg ainsi que dans la Grande Région.

D'après les informations dont dispose le Conseil d'Etat, les promoteurs et gestionnaires de fonds en „private equity“, notamment du type „buy out funds, venture capital funds and fund of funds“ sont de plus en plus intéressés à trouver un cadre légal à l'intérieur de l'Union européenne favorable au lancement de leurs futurs projets, dans la mesure où les dispositions législatives de leurs pays ne se prêtent guère à un développement harmonieux et performant de ces activités. Il en est ainsi dans certains pays limitrophes, notamment l'Allemagne dont la structure des fonds a perdu beaucoup en attractivité au cours des dernières années faute de trouver une réponse appropriée aux requêtes des promoteurs, notamment en ce qui concerne la fiscalité. Comme alternative, il y a lieu de mentionner les structures de fonds prévues par les législations au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, à Jersey, à Guernesey ainsi qu'aux Cayman-Islands.

La mise en place d'une telle infrastructure légale au Luxembourg offrirait, dans ce nouveau créneau, des avantages manifestes aux gestionnaires et promoteurs de fonds européens en raison non seulement de la proximité géographique, mais également de la similitude des législations. S'y ajoutent la réputation dont jouit le Luxembourg en matière de centre d'organismes de placement à destination du public, d'une part, ainsi que, d'autre part, les expériences positives faites par certains fonds en „private equity“ recourant à des sociétés luxembourgeoises en tant que véhicules d'acquisition. Un autre atout réside dans le réseau performant des traités contre la double imposition. Le Luxembourg, situé à l'intérieur de l'Union européenne, n'est à juste titre pas perçu comme un „off-shore center“ ou paradis fiscal. L'encadrement réglementaire et de surveillance est, par ailleurs, à considérer comme professionnel et raisonnable.

Enfin, il convient de renvoyer à la fin de l'exposé des motifs où les auteurs du projet insistent sur l'augmentation de la visibilité du Grand-Duché à la suite d'un développement performant futur du créneau du capital à risque, ce d'autant plus que ces nouvelles activités s'inscrivent directement dans le cadre des efforts européens en faveur des PME, notamment à travers la BEI.

Dans son avis susmentionné, la Chambre de commerce note que les nouvelles mesures et structures ont été préparées en collaboration étroite avec les professionnels concernés du secteur financier. Selon cette chambre professionnelle, „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“. Elle relève en particulier que le texte du projet de loi ne vise pas à créer une forme particulière de sociétés commerciales. Cette observation est importante en ce sens qu'il convient de veiller à ce que les SICAR puissent bénéficier du cadre général des traités fiscaux existants ainsi que du régime fiscal spécifique „mère et filiale“.

En outre, la responsabilité des investisseurs dans une SICAR est celle du droit commun des sociétés. Le capital social de la SICAR offre une grande flexibilité, quelle que soit la forme juridique choisie. Elle

a la possibilité de se doter d'un capital variable. Le capital social ne doit atteindre le minimum requis qu'après un an et le capital souscrit ne doit pas être libéré immédiatement. Pour les remboursements de capital, aucune formalité particulière n'est exigée. Par ailleurs, la possibilité de coter la SICAR en Bourse de Luxembourg peut être perçue, par certains promoteurs, comme un des atouts, dès lors que le véhicule pourra répondre aux besoins d'investisseurs qui, pour des raisons réglementaires, préfèrent ou doivent investir dans des produits cotés.

Il est important de noter que la Chambre de commerce éprouve certaines réserves quant à la notion d'investisseurs avertis telle que circonscrite au projet de loi, notamment au vu de la responsabilité du banquier qui doit intervenir. Enfin, elle estime qu'une incertitude juridique subsiste quant à la question de savoir si on se trouve en présence ou non d'une entreprise commerciale, dans l'hypothèse où la SICAR revêt la forme d'une société en commandite simple. En effet, elle considère à juste titre qu'il importe d'éviter toute ambiguïté qui serait de nature à décourager, le cas échéant, des promoteurs à utiliser la SICAR sous forme de société en commandite simple. Le Conseil d'Etat reviendra ci-après sur les observations spécifiques et les propositions de modification de la Chambre de commerce.

Au vu du haut degré de technicité que présente le texte du projet de loi soumis à avis ainsi que compte tenu du fait que la collaboration de nombreux milieux spécialisés a permis d'aboutir sur des textes proposés d'une grande rigueur, amplement documentés au commentaire des articles, le Conseil d'Etat se limitera dans son examen à des observations de fond ainsi qu'à l'examen détaillé des articles pour lesquels il estime utile voire nécessaire de présenter des modifications de texte.

S'agissant d'une matière inspirée dans une large mesure de la finance anglo-saxonne, le législateur devrait, de l'avis du Conseil d'Etat, admettre l'usage de la terminologie anglaise appropriée.

*

EXAMEN DES ARTICLES

Chapitre I: *Dispositions générales*

Article 1er

Cet article, en son *paragraphe 1er*, précise l'objet et le but de la société d'investissement en capital à risque, en abrégé SICAR. Le Conseil d'Etat voudrait insister encore une fois sur le fait que les textes proposés prévoient la création d'un véhicule juridique nouveau, c'est-à-dire la société d'investissement en capital à risque luxembourgeoise, étant entendu que ce nouveau véhicule juridique ne constitue pas pour autant une forme de société particulière. En effet, il peut adopter l'une des formes spécifiées au premier tiret du paragraphe 1er, à savoir une société en commandite simple, une société en commandite par actions, une société coopérative organisée sous forme de société anonyme, une société à responsabilité limitée ou encore une société anonyme de droit luxembourgeois. Ainsi, l'expression de „société d'investissement en capital à risque“ ou „SICAR“ n'est utilisée que dans un but pragmatique et les sociétés SICAR sont en conséquence soumises aux règles générales applicables à toutes les formes de sociétés visées à ce paragraphe, notamment aux règles prévues par la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, pour autant qu'il n'y est pas dérogé par le présent projet de loi.

Le deuxième tiret définit l'objet de la SICAR, à savoir le placement en valeurs représentatives de capital à risque dans le but de faire bénéficier les investisseurs des résultats de la gestion de ces actifs en contrepartie du risque qu'ils supportent.

Le troisième tiret réserve ces titres à des investisseurs avertis tels que définis à l'article 2 de la loi.

Enfin, le dernier tiret exige que les statuts de la société SICAR prévoient d'être soumis aux dispositions de la nouvelle législation envisagée. En relation avec ce paragraphe, le Conseil d'Etat estime qu'il devrait être possible à une société existante, holding, OPC ou autres sociétés en matière de „venture capital“ ou „private equity“ de se transformer en SICAR en modifiant ses statuts pour les rendre conformes, à condition de respecter les dispositions de la nouvelle loi envisagée. Il considère toutefois qu'il n'est pas nécessaire d'insérer une disposition nouvelle à cet effet dans le projet de loi. Le Conseil d'Etat rappelle qu'*a contrario* il reste loisible aux investisseurs et promoteurs de recourir à des instruments et véhicules se situant hors du cadre du présent projet de loi et se référant aux structures plus générales, dont il a déjà été fait mention dans les considérations générales.

Le *paragraphe 2* précise ce qu'il faut entendre par placement en capital à risque, à savoir l'apport de fonds direct ou indirect à des entités en vue de leur lancement, de leur développement ou de leur introduction en bourse. Le Conseil d'Etat se demande si cette formulation n'est pas trop restrictive et ne répond qu'aux besoins d'une société de type „venture capital“ ou „private equity“ ayant une certaine maturité. Il estime que la portée d'une telle approche ne couvre pas suffisamment le large éventail de l'industrie des „venture funds“ ou de „private equity“. Il se demande si le champ d'application de la loi ne devrait pas couvrir toutes sortes d'investissements de type „private equity“ en incluant notamment les „buy-offs“, le „venture capital“, les fonds de fonds, les financements de type intermédiaire appelés aussi des „mezzanines“ qui constituent un investissement se situant entre la mise en capital et le placement obligataire ou encore le crédit.

Le Conseil d'Etat estime que le législateur aurait pu s'inspirer davantage des usages sur les marchés de référence. Dans une telle optique, le texte aurait pu être amendé pour inclure des emprunts obligataires, des crédits „intermédiaires“ („bridge finance“) ou autres financements similaires, des financements de type mezzanine, des emprunts convertibles. En outre, les structures nouvelles devraient se prêter à toute forme de cessation d'activités („exit“).

En outre, le Conseil d'Etat attire l'attention sur le fait qu'un investissement dans une société lors de son lancement et dans sa phase de développement est éligible pour la SICAR, selon la rédaction actuelle, même si la société n'envisage pas d'introduction en bourse. Inversement, l'investissement dans une société déjà cotée en bourse reste éligible s'il se fait lors du lancement de la société ou lors d'une phase nouvelle de développement de cette même société.

Le *paragraphe 3* précise que le siège statutaire et l'administration centrale d'une SICAR luxembourgeoise doivent être situés au Luxembourg.

Article 2

Cet article précise la notion d'„investisseur averti“ introduite par la définition donnée de la SICAR à l'article 1er. La raison sous-jacente de la formulation retenue au projet de loi provient de la nature spécifique de placement à risque. La notion d'„investisseur averti“ pour les besoins du présent projet est plus large que la notion d'investisseur institutionnel, et ceci à juste titre. En effet, la majorité des souscriptions pour les véhicules d'investissement à capital à risque proviennent d'investisseurs privés.

La définition proposée précise qu'on vise l'investisseur institutionnel, l'investisseur professionnel, ainsi que tout autre investisseur qui répond aux conditions suivantes:

- 1) déclarer par écrit son adhésion au statut d'investisseur averti et
- 2) – investir un minimum de 125.000 euros dans la société ou
 - bénéficier d'une appréciation, de la part d'un établissement de crédit, d'un autre professionnel du secteur financier soumis à des règles de conduite au sens de l'article 11 de la directive 93/22/CEE, ou d'une société de gestion au sens de la directive 2001/107/CE certifiant son expertise, son expérience et sa connaissance pour apprécier de manière adéquate un placement en capital à risque.

Les conditions ci-dessus ne s'appliquent pas aux associés commandités („general partners“) des sociétés en commandite, ce qui se justifie pleinement puisqu'ils sont indéfiniment responsables.

Comme mentionné au commentaire des articles, „l'ouverture du véhicule luxembourgeois aux personnes physiques a pour avantages, d'abord, de le démarquer du „limited partnership“ de droit anglais, ..., ensuite de répondre à la demande croissante d'une clientèle privée sophistiquée orientée vers des produits de diversification ...“.

A noter aussi que l'application des critères de sélection des investisseurs ne dispense pas l'administration centrale de la société d'investissement en capital à risque de se conformer aux dispositions légales et réglementaires applicables en matière de lutte contre le blanchiment.

Dans son avis, la Chambre de commerce revient sur la condition prévue au projet de loi consistant à exiger que l'investisseur averti déclare par écrit son adhésion au statut d'investisseur averti et qu'il s'engage à investir un minimum de 125.000 euros. Selon le projet, cette dernière condition peut 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 suffisantes pour apprécier de manière adéquate un placement en capital à risque. La Chambre de commerce aurait voulu voir „assouplir ces conditions“, tout en protégeant le petit épargnant par la suppression de la possibilité de recourir à un système

d'appréciation écrite. Le Conseil d'Etat estime cependant que le texte tel que proposé est préférable et attire l'attention des professionnels du secteur financier sur la responsabilité qu'ils encourent lors de l'octroi éventuel de l'appréciation visée au point 3.

Tout en renvoyant à la circulaire CSSF 2000/15 du 2 août 2000 relative aux règles de conduite du secteur financier, le Conseil d'Etat estime qu'il se recommande de coordonner les critères prévus au présent projet de loi avec ceux établis par ladite circulaire alors que la notion „d'investisseur professionnel ou averti“ n'est pas la même aux termes des deux textes. En effet, il pourrait en résulter que le professionnel du secteur financier, autorisé en principe à admettre un investisseur professionnel dans une SICAR aux termes de l'article 2 du projet sous avis, devrait adresser des mises en garde spécifiques au même client aux termes de ladite circulaire 2000/15.

Article 3

L'article 3 précise de façon explicite que les SICAR sont soumises aux dispositions générales applicables aux sociétés commerciales, à moins qu'il n'y soit dérogé par la loi envisagée. Le Conseil d'Etat constate que ces dispositions résultent de façon implicite des dispositions de l'article 1er.

Article 4

Cet article concerne le capital souscrit et prévoit que les statuts des SICAR peuvent spécifier que le montant du capital est à tout moment égal à la valeur de leur actif net. On constate ainsi que le présent projet déroge aux principes de la fixité du capital à l'instar de ce qui est déjà prévu pour les SICAV. Le Conseil d'Etat fait observer que les sociétés en commandite simple ne sont pas mentionnées au point 2, de sorte que pour ce type de société le capital est fixe.

Cet article ne soulève pas d'autres observations.

Articles 5 à 7

Sans observation.

Chapitre II: *Le dépositaire*

Article 8

Cet article exige que la garde des actifs d'une SICAR doit être confiée à un dépositaire qui doit, soit avoir son siège statutaire au Luxembourg, soit y être établi s'il a son siège statutaire dans un autre Etat. Il doit être un établissement de crédit au sens de la loi de base relative au secteur financier.

Le Conseil d'Etat voudrait d'abord relever que la formulation retenue s'inspire très étroitement des dispositions similaires de la législation d'OPCVM. Il se demande toutefois si l'activité en „venture capital“ et en „private equity“ ne nécessiterait pas une démarche plus spécifique en la matière permettant de tenir compte du fait que le portefeuille des actifs d'une SICAR peut contenir et contient, en fait dans la plupart des cas de lancement d'entreprises, des actifs autres que des valeurs mobilières ou parts sociales comme cela a déjà été relevé ci-avant. En particulier, on conçoit difficilement comment confier des actifs, tels que crédits, financements de transactions, financements mezzanines ou encore d'autres formes similaires, à une banque dépositaire. En outre, le Conseil d'Etat se demande si l'exigence que la banque dépositaire ait son siège au Luxembourg ou y soit établie au cas où le dépositaire a son siège statutaire dans un autre Etat répond aux besoins et usages spécifiques de cette nouvelle branche d'activités d'investissement qu'est le domaine des „venture funds“ et „private equity“.

Au cas où le législateur estime maintenir l'exigence d'un dépositaire ayant soit son siège statutaire, soit son établissement au Luxembourg, le Conseil d'Etat estime approprié sinon indispensable de préciser la notion de garde des actifs de façon à ne pas être trop restrictive. Par conséquent, de l'avis du Conseil d'Etat, un parallélisme trop étroit avec les usages et règles applicables aux OPCVM et fonds d'investissement destinés au public n'est pas optimal.

En conséquence, il propose d'amender le début de l'article 8, paragraphe 1er comme suit:

„La garde des actifs sous forme de valeurs mobilières d'une SICAR ...“

Articles 9 et 10

Les dispositions de ces articles ont trait à la fonction et à la responsabilité du dépositaire ainsi qu'aux dispositions précisant les cas où les fonctions du dépositaire de la SICAR prennent fin. Elles ne sollicitent pas d'observation.

Chapitre III: Agrément et surveillance

Article 11

Dans un souci de clarté accrue, le Conseil d'Etat propose d'amender le paragraphe 3 comme suit:

„(3) La CSSF veille au respect par les SICAR et par leurs dirigeants des dispositions légales et conventionnelles applicables.“

Article 12

Les auteurs du projet de loi ont choisi de soumettre la société SICAR à une procédure d'agrément et à la surveillance permanente de la CSSF. Ce choix devrait permettre d'entourer le lancement de ce nouveau type d'activité des précautions et règles de professionnalisme propices à leur essor. Dans ce contexte, le Conseil d'Etat relève que sous certaines législations, notamment allemande, ni les fonds de type „private equity“ ni leurs gestionnaires ne sont pour le moment soumis à de quelconques contraintes d'agrément ou de surveillance.

Articles 13 et 14

Sans observation.

Article 15

Comme le relève la Chambre de commerce dans son avis, quelques erreurs matérielles se sont glissées dans la rédaction de ce texte dans la mesure où l'appellation „SICAR“ est propre au droit luxembourgeois et qu'au cas où cette notion se rapporte à des sociétés établies dans d'autres Etats membres de l'Union européenne, il y aurait lieu de remplacer le terme „SICAR“ par ceux de „société d'investissement en capital à risque“. Aussi le Conseil d'Etat propose-t-il d'apporter les modifications en ce sens aux paragraphes 3, 5 et 6 de cet article.

Quant à une autre disposition du paragraphe 2 concernant la coopération de la CSSF avec les autorités de surveillance des autres Etats membres de l'Union européenne, il y a lieu, de l'avis du Conseil d'Etat, 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“.

Le Conseil d'Etat marque son accord avec ces propositions et demande d'amender les textes en conséquence.

Articles 16 et 17

Sans observation.

Chapitre IV: Dissolution et liquidation

Articles 18 à 22

Sans observation.

Chapitre V: Publication d'un prospectus et d'un rapport annuel

Articles 23 et 24

Le Conseil d'Etat voudrait renvoyer aux observations faites par la Chambre de commerce dans son avis susmentionné. Dans le but d'éviter toute équivoque quant aux dispositions générales applicables en matière de publication d'un rapport annuel, le Conseil d'Etat propose la modification suivante au paragraphe 1er de l'article 23:

„(1) L'article 208 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales ne s'applique pas à la SICAR. La SICAR doit publier un prospectus et un rapport annuel par exercice.“

La Chambre de commerce a également attiré l'attention sur un autre problème pouvant se poser au niveau des comptes consolidés, en référence à l'application aux SICAR des dispositions générales applicables aux sociétés commerciales. Afin d'éviter toute équivoque et dans un objectif de préserver, de façon raisonnable, l'avantage des SICAR luxembourgeoises, le Conseil d'Etat estime qu'il convient

d'exempter les SICAR de l'obligation d'établir des comptes consolidés et de modifier en conséquence l'article 24 en y ajoutant un paragraphe 3 de la teneur suivante:

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

Articles 25 à 29

Sans observation.

Chapitre VI: Publication d'autres renseignements

Articles 30 et 31

Sans observation.

Chapitre VII: Communication d'autres informations à la CSSF

Article 32

Sans observation.

Chapitre VIII: Protection du nom

Article 33

Sans observation.

Chapitre IX: Dispositions fiscales

Les articles 34 à 38 concernent le traitement fiscal d'une société d'investissement en capital à risque. Le Conseil d'Etat relève qu'il est important que les régimes fiscaux retenus répondent, dans une mesure aussi large que possible, aux aspirations des milieux professionnels intéressés. Une attention particulière en la matière devrait être réservée à la SICAR constituée sous forme de société en commandite simple (SECS), forme qui s'apparente le plus à la forme de „private partnership“ de type anglo-saxon, comme déjà mentionné ci-avant.

Article 34

Le *paragraphe 1er* porte sur certaines modifications de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu. Au point a), il est prévu que l'article 14 de la loi susvisée considère comme bénéficiaire commercial le revenu des sociétés en commandite simple dont l'activité rentre parmi celles visées par les numéros 1 ou 4 dudit article. Cette modification est à considérer parallèlement avec celle proposée à l'article 36 ci-dessous, en relation avec l'impôt commercial communal, à savoir une dérogation au principe édicté par la „Geprägerechtsprechung“.

Au commentaire de l'article 34(1), point a), il est relevé que la SICAR n'aura pas nécessairement une activité commerciale si son associé commandité („general partner“) revêt la forme d'une société commerciale ou si la majorité de ses associés commanditaires („limited partners“) sont des sociétés commerciales luxembourgeoises. En outre, la SICAR constituée sous la forme d'une société en commandite simple sera fiscalement transparente, de sorte que ce sont seulement ses associés qui seront, le cas échéant, soumis à un impôt suivant le régime fiscal qui leur est personnellement applicable.

La Chambre de commerce exprime de sérieuses réserves au sujet de la disposition sous examen, ainsi que prévue à l'article 36 ci-après. Elle fait remarquer que 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 investissement comme associé commanditaire, pourraient se voir imposer au Luxembourg sur leur quote-part des revenus de la SECS. Il en résulterait un traitement fiscal défavorable, selon la Chambre de commerce, pour la plupart des investisseurs internationaux. Une telle imposition serait ainsi contraire à l'objectif même poursuivi par le projet de loi.

Dans ce même contexte, il est renvoyé à l'interaction possible entre la législation luxembourgeoise d'application interne et les conventions fiscales conclues par le Luxembourg. Le projet de loi ne tranche

pas clairement la question si une SICAR peut constituer une société commerciale. La question de fond reste sans réponse au vu du projet de loi. La Chambre de commerce estime que cette question de fond doit être clarifiée. Elle propose dès lors de prévoir expressément qu'une SICAR constituée sous forme de SECS n'est pas une entreprise commerciale.

Le Conseil d'Etat pense pouvoir marquer son accord avec cette analyse et propose en conséquence de modifier le point a) de l'article 34(1) comme suit:

„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 cependant pas à considérer comme entreprise commerciale;“ “

Le point b) élargit aux SICAR, du fait de leur nature similaire, l'exonération de la retenue à la source prévue à l'article 147 LIR pour les sociétés holding et les OPC. Cet aspect est important dans le chef des investisseurs non résidents.

Afin de répondre aux attentes des investisseurs internationaux en tenant compte des dispositions valant en la matière dans d'autres centres actifs en „venture capital“ et „private equity“, les auteurs du projet de loi ont voulu expressément préciser au point c) le caractère non imposable des revenus alloués à des investisseurs étrangers du fait de la cession de leur participation dans une SICAR au sens de la loi envisagée, et ceci nonobstant les dispositions de l'article 156, numéros 8a) et 8b) de la loi L.I.R. du 4 décembre 1967. Le Conseil d'Etat marque son accord avec l'approche adoptée.

Au point d), l'objectif poursuivi est d'éviter de possibles abus, sans que cette notion soit plus ample-ment précisée au commentaire des articles, en excluant les SICAR de l'application du régime de l'intégration fiscale, telle que prévue à l'article 164*bis* L.I.R.

Le *paragraphe 2* précise que les revenus provenant de valeurs mobilières et de plus-values se rapportant à la cession de ces valeurs mobilières ne sont pas à considérer comme des revenus imposables dans le chef d'une SICAR constituée sous la forme d'une société de capitaux. Le terme de valeur mobilière est à comprendre au sens large et est plus ample-ment décrit au commentaire des articles. Dans son *amendement No 1*, le Gouvernement renvoie au commentaire de ce paragraphe en précisant que, „comme corollaire logique de la non-imposition des revenus et plus-values provenant de valeurs mobilières, les moins-values afférentes ne peuvent pas non plus être prises en compte pour réduire le revenu imposable. Toutefois, cette conclusion ne s'impose pas puisqu'en technique fiscale les pertes relèvent d'un poste bilantaire („auf der Vermögenssteuer“) et ne sont pas des produits courants („auf der Ertragssteuer“). Le Conseil d'Etat approuve cette proposition de modification, de sorte que le *paragraphe 2* de l'article 34 est à compléter par la phrase suivante:

„Les moins-values réalisées lors de la cession de valeurs mobilières ainsi que les moins-values non réalisées mais comptabilisées par suite de la réduction de valeur de ces actifs ne peuvent pas être déduites des revenus imposables de la société.“

Par ailleurs, le Conseil d'Etat voudrait renvoyer à ses considérations ci-avant relatives aux activités concrètes et plus larges de sociétés de type „venture capital“ ou de „private equity“ actives dans la création et le lancement de sociétés nécessitant le recours à d'autres types de financement s'apparentant à des opérations de crédit subordonnées ou encore des emprunts ou encore d'autres formes de financement. Dès lors la question se pose si la notion de „revenu visé au présent paragraphe a)“ ne devrait pas être élargie. Au cas où le législateur se rallierait à cette façon de voir, il conviendrait de modifier le texte proposé.

Un *paragraphe 3* nouveau est proposé par le Gouvernement dans l'*amendement No 2* visant à tenir mieux compte de certaines pratiques courantes voire indispensables en la matière. En effet, les investisseurs dans une SICAR prennent souvent l'engagement d'investir par le biais de la SICAR et la SICAR appelle les fonds ainsi souscrits en vue de les investir au fur et à mesure des opportunités qui se présentent. Aussi la SICAR aura-t-elle des revenus sous forme de placement temporaire des liquidités.

Afin d'éviter tout abus éventuel, les auteurs de l'amendement ont assorti celui-ci de certaines contraintes relatives à la durée et au moment de ces placements temporaires de liquidités. Cette restriction est formulée comme suit dans le texte amendé:

„... cette exemption ne s'applique que s'il peut être établi que les fonds en cause ont été effectivement placés en capital à risque et que pour une période de trois mois au plus immédiatement antérieure à leur placement en capital à risque.“

Le Conseil d'Etat craint que cette restriction ne soit excessive au vu des réalités auxquelles se voient confrontés les promoteurs et gestionnaires de SICAR, en particulier la limitation à une période de trois mois au plus immédiatement antérieure au placement des liquidités visées en capital à risque apparaît comme excessivement courte. En conséquence, le Conseil d'Etat propose à titre principal d'omettre la dernière partie de phrase qui commence par „et que pour une période de trois ...“ et à titre subsidiaire de remplacer la période de trois mois par une période de douze mois au plus, en amendant la fin de la phrase comme suit:

„... et pour une période de douze mois au plus immédiatement antérieure à leur placement en capital à risque.“

L'amendement visé se lirait dès lors, dans la version proposée à titre principal par le Conseil d'Etat, comme suit:

„(3) Ne constituent pas des revenus imposables dans le chef d'une SICAR les revenus obtenus sur les fonds qui sont en attente pour être placés en capital à risque.“

Article 35

Cet article se rapporte aux aspects liés à l'impôt sur la fortune et ne donne pas lieu à observation.

Article 36

L'objectif des dispositions prévues à cet article se réfère à la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial communal (ICC) et vise à sauvegarder la transparence fiscale des SICAR constituées sous forme de société en commandite simple, en dérogeant à la „Geprägerechtsprechung“ mentionnée déjà ci-avant à l'endroit de l'examen de l'article 34. L'*amendement No 3* introduit par le Gouvernement vise à rectifier une omission dans la formulation actuelle du projet de loi. En effet, les sommes versées par une société en commandite par actions à son associé commandité, soit comme quote-part de bénéfice, soit comme rémunération de ses fonctions de commandité, doivent être ajoutées à la base de calcul de l'ICC. Au cas où l'associé commandité serait lui-même également assujéti à l'ICC, ces sommes seraient donc en principe imposées deux fois.

L'article 9 de la loi susmentionnée tel que modifié par la loi en projet permet de donner une solution satisfaisante en ce qui concerne le volet quote-part de bénéfice, en permettant que „cette quote-part soit déduite de la base de calcul de l'ICC dans le chef de l'associé commandité lui-même soumis à l'ICC. Mais l'article 9 omet d'étendre explicitement cette solution au volet rémunération des fonctions de commandité“. Or, le fait que de nombreuses SICAR vont choisir la forme d'une société en commandite, l'omission mentionnée pourrait être considérée comme étant en contradiction avec les principes en matière d'ICC.

L'amendement proposé par le Gouvernement à l'article 36 rencontre l'accord du Conseil d'Etat.

Articles 37 et 38

Sans observation.

Chapitre X: Dispositions pénales

Articles 39 à 43

Sans observation.

Chapitre XI: Disposition modificative

Article 44

L'objet de l'*amendement No 4* est d'englober dans le champ d'application de l'article 129 de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif (OPC) certains véhicules de gestion en commun des fonds de pension („*pension pooling vehicles*“). Le Conseil d'Etat salue l'initiative d'adapter le cadre législatif et réglementaire de l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement au fur et à mesure de la survenance de nouveaux produits. En particulier, les dispositions faisant l'objet de cet amendement répondent à „l'intérêt croissant des grandes sociétés multinationales de gérer en commun les fonds de pension créés sur leur initiative et qu'ils („qu'elles“ selon le Conseil d'Etat) ont dû créer dans de multiples juridictions pour satisfaire les („aux“ selon le Conseil

d'Etat) exigences législatives locales des pays dans lesquels résident leurs employés, surtout au niveau du droit social et du droit fiscal“.

Le Conseil d'Etat renvoie à l'argumentation bien structurée relative à la motivation de l'amendement No 4. Dès lors, les auteurs du projet prévoient un changement de l'intitulé du projet de loi visant à faire figurer la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif dans la liste des lois à modifier. Ils proposent l'ajout d'un chapitre XI nouveau avec le libellé „*Disposition modificative*“, suivi d'un article 44 nouveau dont les dispositions modifient le paragraphe 3 de l'article 129 de la loi susmentionnée, dans le sens de l'objectif poursuivi ci-avant.

Le Conseil d'Etat attire l'attention sur le passage de la motivation de cet amendement No 4 relatif au désavantage concurrentiel le plus important qui subsiste actuellement à Luxembourg face à d'autres places sur ce plan. Le Gouvernement propose, par l'amendement introduit par dépêche du 23 avril 2004, de modifier la rédaction proposée à l'amendement No 4 ci-avant. La nouvelle rédaction est motivée „premièrement, par le fait de vouloir étendre le bénéfice de cet alinéa (c) également aux cas où il y a un recours à des contributions définies et, deuxièmement, par le fait de limiter, entre autres pour des raisons de visibilité, le bénéfice de la disposition de l'alinéa (c) à des entités exclusivement dédiées aux activités visées.“

Le Conseil d'Etat marque son accord à ce qu'il ne soit plus fait de distinction entre les régimes de retraite professionnelle fonctionnant selon un système à contributions définies et ceux fonctionnant à prestations définies. Il marque également son accord avec la proposition de limiter le bénéfice de la nouvelle disposition à des entités exclusivement dédiées aux activités visées. Dès lors, le Conseil d'Etat approuve la rédaction de l'article 44 tel que proposé par le Gouvernement dans son amendement transmis par dépêche du 23 avril 2004, sauf qu'il propose de modifier ce texte en remplaçant le terme „employés“ par celui de „salariés“ afin d'utiliser le terme générique et de ne pas exclure les ouvriers.

Chapitre XII: *Disposition finale*

Article 45

Sous le chapitre XII nouveau, intitulé „*Disposition finale*“, les auteurs des amendements gouvernementaux proposent encore l'ajout d'un article 45 permettant la référence au présent projet de loi sous une forme abrégée.

Le Conseil d'Etat approuve cette façon de voir et marque son accord avec le texte proposé.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 27 avril 2004.

Le Secrétaire général,
Marc BESCH

Le Président,
Pierre MORES

