

Objet: 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 (2742WJE)**

AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

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.

Appréciation générale

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 sus-énoncées 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 à une opération 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 du 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'agrément 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 procédure 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 la 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 sûretés 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 en violation du présent article sont nulles de plein droit ».

6. Le « représentant-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 créances

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 régime 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 obligations de 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.

WJE/PPA