

**Objet: Projet de loi n° 6471 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et**

- portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 1095/2010 ;
- portant modification de :
  - la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif ;
  - la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés ;
  - la loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR) ;
  - la loi du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne-pension (assep) ;
  - la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle ;
  - la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier ;
  - la loi du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme ;
  - la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier ;
  - la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales ;
  - la loi du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises ;
  - du Code du Commerce ;
  - la loi du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu ;
  - la loi du 1<sup>er</sup> décembre 1936 concernant l'impôt commercial ;
  - la loi d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934 ;
  - la loi du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs ;
  - la loi du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée. (4020ZCH)

*Saisine : Ministre des Finances  
(27 août 2012)*

<b>AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE</b>
---------------------------------------

L'objet du présent projet de loi est de transposer en droit national la directive 2011/61/UE<sup>1</sup> du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, communément désignée sous l'appellation « Directive AIFM », et d'apporter les modifications nécessaires à 15 lois sectorielles en vue de doter le Luxembourg d'un régime « AIFM » particulièrement attractif et compétitif.

<sup>1</sup> Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

## Résumé synthétique

L'objet du présent projet de loi est de transposer en droit national la 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, communément désignée sous l'appellation « Directive AIFM », d'une part, ainsi que d'apporter les modifications nécessaires à 15 lois sectorielles en vue de doter le Luxembourg d'un régime « AIFM » particulièrement attractif et compétitif par rapport aux places financières concurrentes, notamment par le biais d'un nouveau véhicule sociétal, la *société en commandite spéciale*, et un régime fiscal temporaire favorable aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs s'établissant au Luxembourg, d'autre part.

La Directive AIFM a pour objectif de créer en Europe un cadre légal harmonisé régissant tout gestionnaire d'un fonds d'investissement autre qu'un OPCVM (large palette allant des fonds investis en actions (*equity funds*) aux fonds investissant dans des actifs illiquides (immobilier, capital-investissement, infrastructures, matières premières ou biens tels que vins ou œuvres d'art) et fixe les conditions d'agrément des gestionnaires, les exigences organisationnelles, les exigences de fonds propres, les exigences en matière de gestion des liquidités et de risques, de délégation des fonctions de gestionnaire, de divulgation d'informations, d'évaluation des actifs des fonds d'investissement alternatifs, de dépositaire et de limitation de l'effet de levier. En contrepartie des exigences du régime AIFM, les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs – établis au sein de l'UE ou dans un pays tiers – peuvent dorénavant bénéficier d'un passeport européen qui leur permet de prester leurs services de gestion et de distribuer leurs fonds auprès d'investisseurs dans tous les Etats membres.

La Chambre de Commerce salue l'excellent travail de transposition effectué par les auteurs du présent projet de loi et souligne tout particulièrement la concertation qui a été menée par le Gouvernement avec les acteurs concernés. Il en résulte une transposition extrêmement fidèle du libellé de la Directive AIFM, conformément au principe « toute la directive, rien que la directive » cher à la Chambre de Commerce. Mis à part quelques interrogations sur le champ d'application de la Directive et quelques suggestions textuelles pour harmoniser les régimes applicables aux différents fonds d'investissement impactés, la Chambre de Commerce n'a pas d'observation fondamentale à l'égard de la transposition de la Directive AIFM.

Afin d'offrir un véhicule conforme aux standards internationaux connus et acceptés par l'industrie comme l'est le *limited partnership* anglo-saxon et attirer l'implantation au Luxembourg des gestionnaires et des fonds d'investissement alternatifs, actuellement localisés dans des places financières concurrentes de la nôtre, le présent projet de loi apporte également des changements à la législation sur les sociétés commerciales en modernisant le régime des sociétés en commandite simple, d'une part, et en introduisant comme nouveauté au Luxembourg la société en commandite spéciale sans personnalité juridique, d'autre part. La nouvelle société en commandite se caractérise par la grande liberté contractuelle qu'ont les *associés commandités*, indéfiniment et solidairement responsables des engagements sociaux, et les *associés commanditaires*, qui n'engagement qu'une mise déterminée constitutive de parts d'intérêts, de formaliser le fonctionnement du véhicule dans les statuts ou le contrat social.

La Chambre de Commerce, convaincue que le Luxembourg peut bénéficier de son expérience reconnue en matière d'organismes de placement collectif et développer son expertise avec l'implantation de la nouvelle génération de produits alternatifs sur sa place financière, approuve sans réserve les régimes de société en commandite proposés et ne formule que des observations mineures visant à parfaire le texte du présent projet de loi.

Le présent projet de loi introduit encore un incitateur fiscal en vue de rendre le Luxembourg attractif aux yeux des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs. Il convient en effet de constater que le Luxembourg n'est pas une destination privilégiée par les gestionnaires et qu'un taux réduit d'imposition temporaire sur l'intéressement aux plus-values est un « sacrifice » fiscal acceptable en comparaison avec les effets bénéfiques que l'implantation au Luxembourg de cette catégorie de travailleurs, et leur famille, aura en termes de création d'emplois, de recettes fiscales et de cotisations sociales nouvelles, de consommation directe et indirecte sur le territoire national, de développement de l'expertise de la gestion des fonds d'investissement alternatifs synonyme de pérennisation de notre place financière. Ainsi, le présent projet de loi prévoit-il que, sous réserve de remplir certaines conditions, les gestionnaires personnes physiques qui implantent leur domicile fiscal au Luxembourg dans les cinq années suivant l'entrée en vigueur du présent projet de loi pourront bénéficier d'une fiscalité réduite de trois-quarts par rapport à l'imposition normale sur un intéressement perçu dans les dix ans suite à la prise de fonction.

Si la Chambre de Commerce accueille favorablement le principe d'un régime fiscal temporaire favorable, les conditions de mise en œuvre prévues semblent trop restrictives et risquent de réduire à néant tous les efforts de promotion de notre place financière. Voilà pourquoi la Chambre de Commerce recommande aux auteurs de flexibiliser davantage le régime fiscal afin que celui-ci puisse effectivement être mis en œuvre, à savoir :

- l'abandon de la condition de récupération préalable de l'intégralité de la mise initiale des investisseurs avant le versement d'un intéressement ;
- l'abandon de la condition d'établissement du domicile fiscal au Luxembourg après l'entrée en vigueur de la présente loi (une telle disposition étant contraire à l'égalité devant la loi) ;
- l'abandon de la limitation à dix ans du régime, sinon remplacer le critère de la date d'établissement du domicile fiscal par la date de lancement du fonds ;
- l'ouverture du régime fiscal aux salariés auxquels une partie de la gestion du fonds aura été déléguée ainsi qu'aux salariés des gestionnaires qui ne tomberaient pas, en raison de leur taille réduite, dans le champ d'application de la Directive AIFM.

\* \* \*

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce est en mesure d'approuver le présent projet de loi, sous réserve de la prise en compte de ses observations à l'égard du régime fiscal projeté.

#### **Appréciation du projet de loi :**

Compétitivité de l'économie luxembourgeoise	+ (+)
Impact financier sur les entreprises	+ <sup>2</sup>
Transposition de directive	+
Simplification administrative	-
Impact sur les finances publiques	+ (+)
Développement durable	+ (+)

(+) si les recommandations de la Chambre de Commerce étaient suivies

Légende :

++	:	très favorable
+	:	favorable
0	:	neutre
-	:	défavorable
--	:	très défavorable

<sup>2</sup> A court terme, les professionnels devront procéder à des investissements pour se conformer aux nouvelles exigences AIFM, mais à long terme le présent projet de loi aura un impact favorable sur la place financière

## Considérations générales

La Directive AIFM est une conséquence de la crise financière et des engagements pris au niveau du G20 par l'Union européenne (UE) en 2008 et 2009 de réglementer et surveiller de manière appropriée les acteurs et secteurs comportant des risques significatifs pour le système financier mondial. Il est en effet apparu que plus de 2.000 milliards d'euros sont gérés par des gestionnaires avec des techniques d'investissement variées, souvent complexes, au sein de marchés d'actifs différents et s'adressant à des investisseurs tant de détail qu'institutionnel ou professionnels, et ceci en-dehors de toute réglementation harmonisée et hors de la portée des superviseurs.

Suite à l'accord sur le paquet de supervision communautaire ayant permis d'établir les fondations d'un système financier européen plus stable et plus sûr, il est apparu nécessaire d'introduire une réglementation harmonisée pour tous les marchés, produits et acteurs financiers. Selon la Commission européenne, le nouveau régime AIFM apporte transparence et sécurité à la façon dont les fonds d'investissement alternatif sont gérés et mis en œuvre, ce qui accroît la stabilité pour l'ensemble du système financier européen. La Directive AIFM apporte également plus de transparence, renforce la protection des investisseurs et renforce le marché intérieur de manière responsable et non-discriminatoire. Elle permet enfin d'utiliser pleinement les opportunités qu'apportent les nouvelles autorités européennes pour renforcer la supervision et améliorer la surveillance macro-économique de ce secteur.

Contrairement à la réglementation européenne relative aux organismes de placement collectifs en valeurs mobilières<sup>3</sup> (OPCVM) qui vise à harmoniser les règles applicables au fonds d'investissement (le produit), la Directive AIFM a pour objectif de créer en Europe un cadre légal harmonisé régissant le gestionnaire de fonds d'investissement alternatif (la personne). Ainsi, sous réserve de certaines exceptions limitativement énumérées, tout gestionnaire d'un fonds d'investissement autre qu'un OPCVM (large palette allant des fonds investis en actions (*equity funds*) aux fonds investissant dans des actifs illiquides (immobilier, capital-investissement, infrastructures, matières premières ou biens tels que vins ou œuvres d'art) devra se conformer au régime d'agrément et de surveillance prévu par la Directive AIFM. Plus particulièrement, le nouveau régime AIFM détermine les conditions d'agrément des gestionnaires, les exigences organisationnelles, les exigences de fonds propres, les exigences en matière de gestion des liquidités et de risques, de délégation des fonctions de gestionnaire, de divulgation d'informations, d'évaluation des actifs des fonds d'investissement alternatifs, de dépositaire et de limitation de l'effet de levier.

La particularité de la Directive AIFM réside dans le fait qu'elle s'applique tant aux gestionnaires établis au sein de l'UE, indifféremment que le fonds d'investissement alternatif soit localisé au sein de l'UE ou dans un pays tiers, qu'aux gestionnaires établis dans un pays tiers dans la mesure où ils gèrent ou commercialisent un fonds d'investissement alternatif au sein de l'UE.

En contrepartie des exigences du régime AIFM, les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs peuvent dorénavant bénéficier d'un passeport européen qui leur permet de prêter leurs services de gestion et de distribuer leurs fonds auprès d'investisseurs dans tous les Etats membres de l'UE.

---

<sup>3</sup> Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certaines organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Les dispositions de la Directive AIFM doivent être transposées pour le 22 juillet 2013 au plus tard et seront d'application à partir de cette date, sous réserve des dispositions transitoires pour les gestionnaires existants et les dispositions concernant les relations avec les pays tiers. La Directive AFIM ayant été adoptée sous le régime Lamfalussy, prévoyant plusieurs niveaux de mesures réglementaires, la Commission européenne est appelée à adopter des mesures d'exécution sous formes d'actes délégués qui viendront apporter des précisions dans des domaines limitativement prévus par la Directive AIFM, ceci en vue d'assurer des conditions uniformes d'exécution de celle-ci dans tous les Etats membres. Finalement, l'Autorité européenne des marchés financiers, composée de représentants des autorités de surveillance des Etats membres, est également appelée à préparer des orientations et recommandations à destination des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

Le 19 décembre 2012, la Commission européenne a adopté le Règlement délégué de près de 130 pages complétant la Directive AIFM en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance. Ensemble avec le présent projet de loi, il permettra aux acteurs concernés de se préparer utilement à l'entrée en vigueur du nouveau régime AIFM au courant de l'été prochain.

L'objet du présent projet de loi est de transposer en droit national la Directive AIFM, mais également d'apporter les modifications nécessaires à 15 lois sectorielles en vue de doter le Luxembourg d'un régime « AIFM » particulièrement attractif et compétitif par rapport aux places financières concurrentes, notamment par le biais d'un nouveau véhicule sociétal, la *société en commandite spéciale*, et un régime fiscal temporaire favorable aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs s'établissant au Luxembourg.

### ***Une transposition accueillie favorablement par la Chambre de Commerce***

Conformément à l'objectif de la Directive AIFM, le présent projet de loi régit, par un texte de loi spécifique, le statut de gestionnaire de fonds d'investissement alternatif (la personne). Dans la mesure où les fonds d'investissement alternatifs (le produit) font d'ores et déjà l'objet d'une réglementation en droit luxembourgeois, le présent projet de loi apporte les modifications nécessaires aux lois sectorielles pour assurer une interconnexion entre la nouvelle réglementation touchant à la personne du gestionnaire avec celles relatives aux fonds d'investissements alternatifs. Le projet de loi modifie ainsi (i) la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR), (ii) la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et (iii) la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif.

Aux fins de parfaire la transposition de la Directive AIFM, le présent projet de loi apporte également des adaptations mineures aux lois suivantes :

- la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne-pension (assep) ;
- la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle ;
- la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme ;
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier.

Le projet de loi vise en outre à mettre à jour la loi modifiée du 5 avril 1993 sur le secteur financier à deux égards. Le statut de PSF de « gestionnaire d'OPC non coordonnés » se confondant avec le statut de gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs consacré par le nouveau régime, il convient de l'abroger, d'une part, et la Directive AIFM permettant, sous certaines conditions, qu'un fonds d'investissement alternatif puisse avoir recours à un dépositaire autre qu'un établissement de crédit, entreprise d'investissement ou autre entité agréée, le statut de « dépositaire professionnel d'actifs autres que des instruments financiers » est introduit dans la loi du 5 avril 1993 précitée, d'autre part.

La Chambre de Commerce salue l'excellent travail de transposition effectué par les auteurs du présent projet de loi et souligne tout particulièrement la concertation qui a été menée par le Gouvernement avec les acteurs concernés. Il en résulte une transposition extrêmement fidèle du libellé de la Directive AIFM, conformément au principe « toute la directive, rien que la directive » cher à la Chambre de Commerce. Mis à part quelques interrogations sur le champ d'application de la Directive, lesquelles seront abordées dans le commentaire des articles ci-dessous, et des suggestions textuelles visant à parfaire le présent projet de loi, la Chambre de Commerce n'a pas d'observation fondamentale à l'égard de la transposition de la Directive AIFM et s'en tient à l'exposé des motifs qui explique le cadre et les objectifs du présent projet de loi.

### ***Un véhicule sociétaire spécialement adapté aux besoins de la place financière***

Dans le contexte de la transposition de la Directive AIFM, le présent projet de loi apporte des changements à la législation sur les sociétés en commandite, en modernisant le régime des sociétés en commandite simple, d'une part, et en introduisant comme nouveauté au Luxembourg la société en commandite spéciale sans personnalité juridique, d'autre part. La réforme en droit des sociétés dans le cadre de la transposition de la Directive AIFM se justifie par les besoins exprimés par l'industrie des fonds alternatifs, promoteurs et investisseurs, qui voient dans les fonds luxembourgeois des plateformes attractives d'investissement mais sans disposer, à ce jour, de la forme sociétaire adéquate et suffisamment flexible pour attirer le gestionnaire à s'installer et opérer le fonds d'investissement alternatif depuis le Luxembourg.

Le modèle d'inspiration de la société en commandite spéciale est celui du *limited partnership* anglo-saxon. Dans la pratique des fonds d'investissement alternatifs, les professionnels luxembourgeois rencontrent souvent un *limited partnership* qui chapeaute la structure d'investissement et dans lequel le promoteur agit en tant que *general partner* et les investisseurs en tant que *limited partners*. Si une telle structure est concevable au sein d'une commandite simple luxembourgeoise d'un point de vue de la dualité des responsabilités et des fonctions, le régime national n'a que guère évolué depuis 1915 – alors que le Delaware, Jersey ou Guernesey ont régulièrement fait évoluer ce véhicule pour qu'il soit mieux adapté aux besoins de l'industrie des fonds d'investissement – et oblige en outre que la commandite soit organisée sous forme de société, à l'exclusion de la forme contractuelle.

Le présent projet de loi vise ainsi à doter le Luxembourg d'une société en commandite simple moderne et compétitive ainsi que, par parallélisme, d'une société en commandite spéciale sans personnalité juridique. Les auteurs justifient ce choix afin d'offrir au Luxembourg un véhicule conforme aux standards connus et acceptés par l'industrie comme l'est le *limited partnership* et espèrent que notre pays saura se situer avantageusement par rapport à d'autres juridictions de l'Union européenne qui essaient de se positionner pour attirer les fonds d'investissement qui viendront « on-shore » suite à la transposition de la Directive AIFM. En effet, le Luxembourg peut bénéficier de son expérience reconnue en matière d'organismes de placement collectif et attirer tant les fonds que les gestionnaires alors que la Directive AIFM oblige les promoteurs à reconsidérer les juridictions d'implantation de leur nouvelle génération de produits alternatifs.

La nouvelle société en commandite se caractérise par la grande liberté qu'ont les *associés commandités*, indéfiniment et solidairement responsables des engagements sociaux, et les *associés commanditaires*, qui n'engagent qu'une mise déterminée constitutive de parts d'intérêts, de formaliser le fonctionnement du véhicule dans les statuts ou le contrat social.

La Chambre de Commerce note par ailleurs que les prémisses d'une liberté contractuelle comparable sont inscrites dans le projet de loi n° 5730 portant modernisation de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales et introduisant la société par actions simplifiée dans notre législation nationale. Celle-ci revêtirait un régime similaire de liberté contractuelle, mais il convient toutefois de relever, et la Chambre de Commerce le regrette, que ledit projet de loi est en jachère depuis près de trois ans.

La Chambre de Commerce rejoint l'argumentaire des auteurs du présent projet de loi et approuve sans réserve les régimes de société en commandite proposés. D'ailleurs, elle n'a qu'une recommandation à formuler dans le commentaire des articles ci-dessous et soutient les modifications effectuées à (i) la loi du 10 août 1915 précitée, (ii) la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la compatibilité et les comptes annuels des entreprises, (iii) le Code de Commerce, (iv) la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR), (v) la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et (vi) la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif.

### ***Un régime temporaire de taxation de l'intéressement aux plus-values favorable aux gestionnaires mais dont les conditions de mise en œuvre soulèvent des interrogations***

En vue d'attirer les gestionnaires de fonds actuellement implantés dans d'autres juridictions concurrentes du Luxembourg, le présent projet de loi prévoit un régime temporaire de taxation de l'intéressement aux plus-values (les *carried interests*) favorable aux gestionnaires, y inclus ses salariés, de fonds d'investissement alternatifs. Ainsi, les gestionnaires personnes physiques qui implantent leur domicile fiscal au Luxembourg dans les cinq années suivant l'entrée en vigueur du présent projet de loi pourront bénéficier d'un taux d'imposition réduit de trois-quarts par rapport à l'imposition normale sur un intéressement perçu dans les dix ans suite à la prise de fonction. Le projet de loi précise notamment que le taux d'imposition réduit n'est applicable qu'à la condition que les actionnaires aient récupéré au préalable l'intégralité de leur investissement initial dans le fonds.

La Chambre de Commerce se félicite que les auteurs du présent projet de loi aient introduit un incitateur fiscal lié à la personne du gestionnaire de fonds d'investissement alternatif. Il échet en effet de constater que le Luxembourg n'est pas une destination privilégiée par les gestionnaires et qu'un taux réduit d'imposition temporaire sur l'intéressement aux plus-values est un « sacrifice » fiscal acceptable aux yeux de la Chambre de Commerce en comparaison avec les effets bénéfiques que l'implantation au Luxembourg de cette catégorie de travailleurs, et leur famille, aura en termes de création d'emplois, de recettes fiscales et de cotisations sociales nouvelles, de consommation directe et indirecte sur le territoire national, de développement de l'expertise de la gestion des fonds d'investissement alternatifs synonyme de pérennisation de notre Place. A ce jour, la part du gâteau fiscal revient aux places financières concurrentes du Luxembourg et le présent projet de loi représente un paquet global attractif et compétitif pour l'avenir.

Nonobstant les avantages indéniables de l'introduction du régime fiscal favorable, la Chambre de Commerce craint que ses conditions de mise en œuvre ne soient trop restrictives, voire contraires au principe constitutionnel d'égalité devant la loi, et ne réduisent à néant tous les efforts de promotion de la place financière à l'égard des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs. Elle propose de développer ses observations et suggestions dans le commentaire des articles ci-dessous.

### Commentaire des articles

A titre liminaire, la Chambre de Commerce suggère que le terme « loi modifiée du » soit inséré dans l'énumération des lois de l'intitulé du présent projet de loi dans la mesure où la plupart d'entre elles ont déjà été modifiées depuis leur adoption.

#### Concernant les articles 1, 2 et 3

Les articles 1, 2 et 3 du présent projet de loi (i) portent définition des termes récurrents et (ii) visent à déterminer quels gestionnaires sont concernés par les dispositions de la Directive AIFM et lesquels, en raison de leur structure ou de la taille du fonds géré, y échappent.

La Chambre de Commerce est soucieuse de la difficulté pour les acteurs de la place financière de déterminer avec précision, dans certaines circonstances particulières, quels gestionnaires doivent faire l'objet d'un agrément conformément aux dispositions du présent projet de loi. Il convient en effet de relever qu'une personne est soumise au régime AIFM dans la mesure où le fonds qu'elle gère est un fonds d'investissement alternatif tel que défini par la Directive. C'est donc de la qualification du fonds géré que dépend l'obligation du gestionnaire de se conformer aux dispositions de la Directive.

Selon l'article 1<sup>er</sup>, point (39) sont des fonds d'investissement alternatif « *des organismes de placement collectif, y compris leurs compartiments d'investissement, qui :* a) *lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs, et b) ne sont pas soumis à agrément au titre de l'article 5 de la directive 2009/65/CE [directive OPCVM]* ». Ainsi, conformément au vœu de la Commission européenne, tout fonds autre qu'un OPCVM est nécessairement un fonds d'investissement alternatif et seules les exceptions et dérogations limitativement prévues par la Directive AIFM, reprises par le présent projet de loi, échappent au nouveau régime.

Si le principe que chaque gestionnaire devrait être agréé est clair, le nombre d'exceptions et dérogations rendent la détermination de ce qu'est un fonds d'investissement alternatif et quel gestionnaire devant être agréé beaucoup plus compliquée. Le domaine des fonds d'investissement est en effet caractérisé par le grand nombre de possibilités de structuration et l'immense diversité de véhicules existants où la seule limite, outre le cadre réglementaire, est l'imagination du promoteur! La Chambre de Commerce craint par conséquent une distorsion de concurrence entre divers véhicules dont le gestionnaire sera soumis, ou non, au nouveau régime en fonction de l'interprétation donnée au champ d'application de la Directive AIFM.

En outre, bien que le libellé des articles 2 et 3 du projet de loi soit identique à celui des articles correspondants de la Directive AIFM, la Chambre de Commerce regrette que la lecture combinée des considérants 6, 7 et 8 ensemble avec les articles 2 et 3 de la Directive ne relève des incohérences, source d'insécurité juridique. Les considérants de la Directive excluent en effet les investissements des *family offices*, les contrats d'assurance et les *joint ventures* de son champ d'application, mais ces termes ne sont repris ni dans le texte de la Directive, ni dans le présent projet de loi.



Il conviendra partant à la CSSF de clarifier ces difficultés et inconsistances avec la Commission européenne et l'Autorité européenne des marchés financiers afin de s'assurer qu'il n'y ait pas de disparités préjudiciables entre les législations et pratiques des Etats membres.

### **Concernant l'article 5**

L'article 5 du présent projet de loi fixe les conditions d'accès aux activités des gestionnaires et détermine les activités qui leurs sont permises.

Tout en notant une transposition fidèle du libellé de l'article 6 de la Directive AIFM, la Chambre de Commerce s'interroge sur la possibilité pour un gestionnaire agréé d'administrer des fonds d'investissement alternatifs conjointement avec d'autres fonds exclus du champ d'application de la Directive. Cette interrogation ne trouve pas de réponse satisfaisante ni dans la Directive, ni dans le présent projet de loi alors que la liste des services auxiliaires autorisés, figurant à l'article 5 paragraphe (4) du projet de loi, est excessivement restreinte. La Chambre de Commerce estime qu'une clarification s'impose à cet égard.

### **Concernant les articles 122, 152 et 172**

Les articles 122, 152 et 172 du présent projet de loi ont pour objet d'introduire les dispositions transitoires applicables aux fonds d'investissement relevant de la partie II de la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif, d'une part, et d'introduire une nouvelle partie II dans la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés (SIF), respectivement la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement à capital risque en vue de fixer les règles applicables à ces fonds lorsque leur gestion relève d'un gestionnaire agréé, d'autre part.

La Chambre de Commerce souhaite formuler deux observations au sujet des articles 122, 152 et 172 du projet de loi en vue de gagner en cohérence entre les régimes des fonds concernés.

Premièrement, les nouveaux articles 186-1 (2) en ce qui concerne les OPC, 88 (2) en ce qui concerne les SIF et 56 (2) en ce qui concerne les SICAR, ont pour objet de fixer les dispositions transitoires applicables aux fonds, créés entre le 22 juillet 2013 et le 22 juillet 2014, dont la gestion relève d'un gestionnaire agréé. La Chambre de Commerce relève et s'étonne que les régimes transitoires diffèrent selon la forme du fonds d'investissement, à savoir que :

- les OPC doivent se conformer aux articles 79, 80, 81, 82 et 84 dès le 22 juillet 2013 ;
- les SIF doivent respecter toutes les dispositions de la loi à partir du 22 juillet 2013 sauf les articles 80 et 86 ; et
- les SICAR ne doivent se conformer au nouveau régime qu'à partir du 22 juillet 2014.

La Chambre de Commerce demande aux auteurs de modifier le libellé des nouveaux articles 186-1 (2) et 88 (2) prévus par les articles 122 et 152 du présent projet de loi à la lumière du libellé du nouvel article 56 (2) prévu par l'article 172 du projet de loi afin de garantir que les OPC, les SIF et les SICAR soient soumis au même régime transitoire.

Deuxièmement, la Chambre de Commerce relève une disposition manquante qu'il conviendrait d'ajouter au sein des articles 152 et 172 du présent projet de loi. En l'occurrence, les articles 84 et 88 du présent projet de loi prévoient la possibilité pour des OPC dont la gestion relève d'un gestionnaire agréé, qui ont désigné un gestionnaire externe, de déléguer directement les fonctions d'administration et de commercialisation du fonds à des tiers. La Chambre de Commerce estime que les SIF et les SICAR doivent disposer de la même faculté.

### **Concernant l'article 188**

L'article 188 du présent projet de loi introduit dans la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales une nouvelle section relative aux sociétés en commandite simple et des sociétés en commandite spéciale.

La Chambre de Commerce relève que les auteurs du projet de loi prévoient la possibilité pour un actionnaire commanditaire, dont la responsabilité est limitée à son apport, d'agir en qualité de gérant de la société, administrateur ou mandataire du gérant de la société (même associé commandité), ou de prendre la signature sociale dudit gérant sans encourir de ce fait la responsabilité illimitée et solidaire liée à la qualité d'actionnaire commandité. En vue d'assurer la protection des tiers, les auteurs précisent que la qualité de représentant en laquelle l'actionnaire intervient soit indiquée.

Par parallélisme avec le libellé consacré par le présent projet de loi à la responsabilité du gérant d'une société en commandite par rapport aux tiers, la Chambre de Commerce propose d'introduire davantage de flexibilité pour permettre à l'actionnaire de démontrer que le tiers devait avoir connaissance de sa qualité. Aussi propose-t-elle que les derniers paragraphes des nouveaux articles 18 et 22-4 introduits par l'article 188 du présent projet de loi soient modifiés comme suit :

*« L'associé commanditaire peut agir en qualité de gérant, administrateur ou mandataire d'un gérant de la société, même associé commandité, ou prendre la signature sociale de ce dernier, même agissant en tant que représentant de la société, sans encourir de ce fait une responsabilité indéfinie et solidaire des engagements sociaux à condition que la qualité de représentant en laquelle il intervient soit indiquée ou que le tiers ne pouvait l'ignorer, selon les circonstances. »*

### **Concernant les articles 189 et 190**

Les articles 189 et 190 du présent projet de loi modifient, à la lumière des nouveaux régimes relatifs aux sociétés en commandite simple et spéciale, les dispositions relatives à la société en commandite par actions de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales.

Sans remettre en cause les modifications apportées par le présent projet de loi au régime de la société en commandite par actions, la Chambre de Commerce se doit de formuler trois observations :

- par parallélisme de la définition donnée aux sociétés en commandite simple et spéciale par les nouveaux articles 16 (1) et 22-1 (1), la Chambre de Commerce préconise la modification de la définition donnée à la société en commandite par actions faite à l'article 102 de la loi du 10 août 1915 précitée en vue d'y préciser qu'une telle société peut être constituée par un ou plusieurs actionnaires commandités. L'article 102 devrait partant se lire comme suit :

« *La société en commandite par actions est celle que contractent, pour une durée limitée ou illimitée, un ou plusieurs actionnaires, indéfiniment et solidairement responsables des engagements sociaux, avec un ou plusieurs actionnaires qui n'engagent qu'une mise déterminée.* »

- par parallélisme avec la suggestion faite à l'endroit de l'article 188 du présent projet de loi, la Chambre de Commerce propose de compléter le libellé du dernier paragraphe de l'article 108 de la loi du 10 août 1915 précitée avec les termes « ou que le tiers ne pouvait l'ignorer, selon les circonstances ».
- par parallélisme des modifications apportées à l'article 107 de la de la loi du 10 août 1915 précitée par le présent projet de loi, portant notamment sur la possibilité qu'un gérant de société en commandite par actions n'ait pas la qualité d'associé commandité, la Chambre de Commerce suggère de remplacer le terme « *gérants* » par « *associés commandités* » à l'article 111 de la loi du 10 août 1915 précitée afin d'éviter l'obligation d'obtenir l'accord du gérant pour toute modification des statuts alors que ce dernier n'est pas nécessairement actionnaire commandité de la société.

### **Concernant les articles 202 et 207**

Les articles 202 et 207 du présent projet de loi complètent l'article 99bis de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu d'un alinéa 1a fixant les modalités d'imposition de l'intéressement aux plus-values (les *carried interests*) perçues par le gestionnaire d'un fonds d'investissement alternatif et ses salariés. Ainsi les articles 202 et 207 fixent des conditions liées (i) à la nature de l'intéressement, (ii) au versement de l'intéressement et (iii) à la personne percevant l'intéressement en vue de bénéficier du régime fiscal temporaire favorable et que la Chambre de Commerce considère comme trop restrictives pour être réalisables dans la pratique des affaires.

La Chambre de Commerce regrette tout particulièrement que le projet de loi n'introduise un nouveau véhicule sociétaire qui se caractérise par sa très grande flexibilité et liberté d'organisation et de structuration entre actionnaires et gestionnaires, mais que les exigences fiscales posées par le présent projet de loi, ouvrant le droit à la taxation avantageuse de l'intéressement, viennent annihiler cette liberté et flexibilité par un modèle de fonctionnement unique imposé par les auteurs.

Le présent projet de loi définit l'intéressement aux plus-values comme étant « une part des bénéfices du FIA [fonds d'investissement alternatif] qui revient au gestionnaire à titre de compensation pour la gestion du FIA, et excluant toute part des bénéfices du FIA revenant au gestionnaire au titre du rendement d'investissements réalisés par le gestionnaire dans le FIA ». Au vu de cette définition et afin de distinguer clairement le droit à l'intéressement des éventuelles plus-values réalisées lors de la cession des titres du fonds (traitées par le point 2 du nouvel alinéa 1a de l'article 99bis), la Chambre de Commerce propose d'utiliser le terme *d'intéressement au bénéfice* à l'article 202 du projet de loi plutôt que celui d'intéressement aux plus-values.

L'article 202 du présent projet de loi impose que le droit à l'intéressement soit accordé sous la condition expresse que les actionnaires aient récupéré au préalable la mise intégrale de leur investissement dans le fonds. Bien que la Chambre de Commerce soit consciente de la protection de l'investisseur que sous-tend cette condition, de nombreux fonds d'investissement alternatifs ne fonctionnent pas sous un tel modèle de répartition des bénéfices entre actionnaires et gestionnaires. Il convient en particulier de relever que la condition posée par le présent projet de loi impose au fonds de se vider de sa substance, à savoir la mise initiale des investisseurs, pour pouvoir verser un intéressement au gestionnaire. Si une telle condition est réalisée en ce qui concerne les fonds d'investissement prévoyant une répartition des bénéfices en fin de vie du fonds, la condition exclut *de facto* les fonds organisés sous forme de paiements réguliers de l'intéressement. D'ailleurs ces fonds se prémunissent généralement contre un trop-perçu d'intéressement par des clauses de récupération au bénéfice des investisseurs.

La Chambre de Commerce en appelle aux auteurs du présent projet de loi à introduire davantage de flexibilité au sujet de la condition de récupération préalable de l'intégralité de la mise initiale des investisseurs avant la perception d'un intéressement par le gestionnaire, ce d'autant plus que la Directive impose la réglementation et la surveillance des mécanismes de rémunération des gestionnaires et qu'il semble inopportun qu'une telle réglementation et surveillance se fassent par la voie fiscale.

L'article 202 du présent projet de loi impose également que l'intéressement soit perçu par des personnes physiques, salariés de gestionnaires ou de sociétés de gestion de fonds d'investissement alternatifs, en fonction de la qualité de leur personne. Si la Chambre de Commerce s'interroge sur la portée donnée par les auteurs aux termes « qualité de leur personne », l'*intuitu personae* devant relever de la seule appréciation du promoteur d'un fonds d'investissement alternatif et non fixé par le présent projet de loi, elle souhaite faire remarquer que l'intéressement perçu par le gestionnaire ou ses salariés n'est pas toujours versé directement par le fonds mais peut l'être par un véhicule *ad hoc* constitué à cet effet. Il convient partant de s'assurer que ce genre de structuration du versement de l'intéressement ouvre droit au bénéfice du régime de taxation temporaire favorable. De même, le libellé actuel ne vise pas les salariés auxquels une partie de la gestion du fonds a été déléguée. Si le libellé devait rester inchangé, la Chambre de Commerce suppose que l'Administration des contributions directes saura montrer suffisamment de flexibilité à leur égard.

L'article 207 du présent projet de loi fixe les conditions de domicile fiscal et de délai endéans lequel les personnes peuvent bénéficier du régime fiscal temporaire favorable. En ce qui concerne le domicile fiscal, le projet de loi réserve le bénéfice du régime fiscal favorable aux personnes qui n'avaient pas leur domicile fiscal au Luxembourg avant la mise en vigueur de la présente loi. La Chambre de Commerce s'étonne de ce choix des auteurs alors qu'une telle condition est contraire au principe constitutionnel d'égalité devant la loi, privant les gestionnaires d'ores et déjà établis ou qui s'établissent au Luxembourg en prévision de la transposition de la Directive AIFM du régime fiscal favorable.

L'article 207 fixe également la période endéans laquelle le régime fiscal favorable s'applique, à savoir durant les dix ans de prise de fonction des personnes qui établissent avant le 31 décembre 2018 leur domicile fiscal au Luxembourg. Si cette période semble particulièrement longue alors qu'elle peut théoriquement s'appliquer à tout intéressement perçu jusqu'en 2028, la Chambre de Commerce estime que le critère retenu – date d'établissement du domicile fiscal de la personne physique – n'est ni en adéquation avec le modèle opérationnel des fonds d'investissement alternatifs, ni ne revête un caractère de développement durable de la place financière.

Depuis la crise de 2008, la durée de vie moyenne des fonds d'investissement alternatifs a en effet été augmentée pour éviter des pertes lors de la réalisation du portefeuille d'investissement en période difficile. Aujourd'hui, un fonds d'investissement alternatif a une durée de vie moyenne de 7 années, à laquelle il convient d'ajouter une durée de mise en place et de collecte de fonds d'environ 18 mois. Au vu de cette réalité économique, les conditions actuelles du régime fiscal proposé (pas de versement de l'intéressement avant le retour sur investissement intégral des actionnaires et intéressement devant être perçu avant la fin de la dixième année de présence au Luxembourg) semblent extrêmement limitatives, voire contreproductives car le régime fiscal favorable pourrait se révéler n'être qu'un effet d'annonce. Quel intérêt un gestionnaire de fonds aurait-il à lancer un deuxième fonds au Luxembourg lorsqu'il sait qu'il ne remplira plus les critères lui permettant de bénéficier du régime fiscal favorable ? Que se passe-t-il si la durée de vie d'un fonds est prolongée pour éviter une moins-value et que l'intéressement est versé quelques mois après la période visée ? Un fonds d'investissement alternatif qui aurait une durée de vie supérieure à dix ans fera-t-il perdre *de facto* aux salariés et gestionnaires le bénéfice du régime fiscal favorable ?

Si le délai de dix années devait être maintenu dans le texte, la Chambre de Commerce demande à ce que le fait générateur du régime fiscal favorable soit la date de lancement du fonds d'investissement alternatif au lieu et place de la date d'établissement de la personne bénéficiaire de l'intéressement. Ce critère permettra (i) d'attirer au Luxembourg des gestionnaires actuellement en fonction dans d'autres places concurrentes et qui percevront un intéressement dans les prochaines années, d'une part, mais également (ii) de convaincre dans le futur des gestionnaires de lancer un deuxième, voire un troisième fonds d'investissement alternatif avant l'échéance de la dixième année de résidence au Luxembourg, d'autre part. La condition d'établissement jusqu'au 31 décembre 2018 peut également être remise en cause alors que l'intérêt du présent projet de loi ne doit pas se limiter à attirer l'implantation au Luxembourg à court terme, mais avoir une vision à long terme. Dans ce cadre, la Chambre de Commerce réitère ses plus vives craintes quant aux changements fiscaux intervenus pour l'exercice budgétaire 2013 et qui ne permettent plus à nos entreprises d'avoir une prévisibilité fiscale, ce qui impacte nécessairement négativement les réflexions d'implantation au Luxembourg d'activités économiques nouvelles.

Enfin, la Chambre de Commerce s'interroge sur la possibilité pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs qui ne tomberaient pas, en raison de leur taille réduite, dans le champ d'application de la Directive, de bénéficier du régime fiscal temporaire favorable eu égard à la terminologie « *[revenus extraordinaires] réalisés en conformité avec la présente loi* » employée au sein de l'article 207 du présent projet de loi. La Chambre de Commerce demande à ce que le régime fiscal favorable soit lié à l'activité de gestionnaire de fonds d'investissement alternatif et non à la qualité de gestionnaire de fonds d'investissement alternatif réglementé par le présent projet de loi. Une clarification semble s'imposer afin d'éviter toute insécurité juridique sur ce point.

\* \* \*

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce est en mesure d'approuver le présent projet de loi, sous réserve de la prise en compte de ses observations à l'égard du régime fiscal projeté.

ZCH/TSA