

Objet: Projet de loi n°6929 relative aux fonds d'investissement alternatifs réservés et portant modification de :

- la loi modifiée du 16 octobre 1934 concernant l'impôt sur la fortune ;
- la loi modifiée du 1 décembre 1936 concernant l'impôt commercial communal ;
- la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu ;
- la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif. (4581PMR)

*Saisine : Ministre des Finances
(16 décembre 2015)*

AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

L'objet du projet de loi sous avis (ci-après dénommé, le « Projet ») vise à introduire dans l'arsenal juridique des fonds d'investissement luxembourgeois une nouvelle structure, à savoir, le fonds d'investissement alternatif réservé, en abrégé ci-après, le « FIAR ». Le FIAR ambitionne d'offrir une alternative sérieuse à certaines formes de fonds disponibles sur les Places concurrentes, tout en intégrant des spécificités luxembourgeoises pour assurer un certain degré de sécurité. Comme l'explique très clairement l'exposé des motifs du Projet, le FIAR a été conçu de façon à ce qu'il puisse bénéficier de toutes les flexibilités de structuration des fonds luxembourgeois, en général non disponibles pour les investissements organisés au travers d'un véhicule régi par la loi modifiée du 15 août 1915 sur les sociétés commerciales, en abrégé ci-après, la « LSC »¹, tout en n'étant pas soumis à l'agrément et à la surveillance de la CSSF.

Considérations générales

Le Projet s'inspire fortement du régime applicable aux fonds d'investissement spécialisés, en abrégé ci-après, les « FIS », tel que prévu dans la loi modifiée du 13 février 2007². C'est le cas, par exemple et en suivant la structure du Projet, pour le choix de la forme sociétaire ou contractuelle disponible³, pour l'établissement du rapport annuel et des informations à communiquer aux investisseurs, pour la liquidation et le régime fiscal bien que dans certains cas, le traitement fiscal suivra celui des sociétés d'investissement en capital à risque, en abrégé ci-après, les « SICAR ». La différence majeure entre le FIAR et le FIS réside dans l'absence d'intervention de la CSSF, contrebalancée par une responsabilité accrue des administrateurs/gestionnaires du FIAR.

La Chambre de Commerce salue très largement le Projet, qui, d'après elle, devrait contribuer à accroître l'attractivité de la Place dans un contexte concurrentiel toujours plus important. Le Projet contient néanmoins certaines imprécisions et mériterait d'être amélioré ponctuellement. Ainsi, la Chambre de Commerce se permet de formuler, dans l'ordre où elles se présentent dans le texte du Projet, les observations suivantes.

¹ Par exemple, les restrictions en matière de distributions, la compartimentalisation, etc.

² Loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés, en abrégé ci-après, la « Loi FIS ».

³ Même si les formalités de constitution divergent par rapport au FIS.

Commentaire des articles

Concernant l'article 4, paragraphe 1 du Projet

La Chambre de Commerce croit comprendre que l'article 4, paragraphe 1 du Projet vise à prévoir une dérogation à l'obligation pour les FIAR de nommer un gestionnaire de fonds d'investissement alternatif externe pour les fonds gérés par une institution supranationale/internationale et agissant dans l'intérêt public⁴. Si tel est bien le cas, la référence à l'article 3, paragraphe 2, points c) et d) de la loi relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, en abrégé ci-après, la « Loi AIFM », devrait être remplacée par une référence à l'article 2, paragraphe 2, points c) et d) de la Loi AIFM.

Concernant l'article 5, paragraphe 3, alinéa 3 du Projet

La Chambre de Commerce note, à l'alinéa 3 du troisième paragraphe de l'article 5 du Projet, que la date de la loi instaurant les SICAR⁵ doit être corrigée en « 15 juin 2004 » au lieu du « 15 janvier 2004 ».

Concernant l'article 32 du Projet

L'article 32 du Projet traite du capital minimum à atteindre pour les FIAR autres que les fonds communs de placement ou les sociétés d'investissement à capital variable, en abrégé ci-après, les « SICAV ». Il est inspiré de l'article 39 de la Loi FIS. Or, cet article 39 n'a, très probablement en raison d'un oubli involontaire, pas été aligné sur l'article 27 de la Loi FIS valable pour les FIS organisés sous la forme d'une SICAV et qui a été modifié par la Loi AIFM de façon à prévoir que « *la valeur de la mise constitutive de parts d'intérêts* » pouvait être prise en compte pour ce type de fonds. L'article 32 du Projet hérite donc de cet oubli. C'est pourquoi la Chambre de Commerce estime qu'il conviendrait de modifier l'article 32 du Projet de la façon suivante (étant entendu que, pour ce qui est des modifications proposées ci-dessous au paragraphe 6, celles-ci constituent des adaptations *de minimis*, faites à titre subsidiaire pour le cas où la proposition alternative et préférée de la Chambre de Commerce exposée plus loin ne devait pas être retenue):

- (1) *Le capital souscrit, augmenté des primes d'émission, ou la valeur de la mise constitutive de parts d'intérêts des fonds d'investissement alternatif réservé relevant du présent chapitre ne peut être inférieur à 1.250.000 euros. Ce minimum doit être atteint dans un délai de douze mois à partir de leur constitution.*
- (2) *Dans le cas où le capital ou la valeur de la mise est inférieur aux deux tiers du minimum légal tel que défini au paragraphe 1, les administrateurs ou gérants doivent soumettre la question de la dissolution du fonds d'investissement alternatif réservé à l'assemblée générale délibérant sans condition de présence et décidant à la majorité simple des titres ou parts d'intérêts représentés à l'assemblée.*
- (3) *Dans le cas où le capital ou la valeur de la mise est inférieur au quart du minimum légal tel que défini au paragraphe 1, les administrateurs ou gérants doivent soumettre la question de la dissolution à l'assemblée générale délibérant sans condition de présence. La dissolution pourra être prononcée par les investisseurs possédant un quart des titres représentés à l'assemblée.*

⁴ ou par une banque centrale nationale.

⁵ Loi du 15 juin 2004 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.

- (4) *La convocation doit se faire de façon que l'assemblée soit tenue dans le délai de quarante jours à partir de la constatation que le capital **ou la valeur de la mise** est devenu inférieur respectivement aux deux tiers ou au quart du minimum tel que défini au paragraphe 1.*
- (5) *Si les documents constitutifs du fonds d'investissement alternatif réservé ne prévoient pas d'assemblées générales et si le capital du fonds d'investissement alternatif réservé est inférieur au quart du capital ou de la valeur de la mise minimum tel que défini au paragraphe 1 pendant une période excédant 2 mois, les administrateurs ou gérants doivent demander dans les 3 mois de cette constatation au tribunal d'arrondissement de prononcer la dissolution et la liquidation du fonds d'investissement alternatif réservé conformément à l'article 35.*
- (6) *Dans la mesure où le fonds d'investissement alternatif réservé est constitué sous la forme **[d'une société dotée de la personnalité juridique]**⁶, son capital **ou sa mise** doit être entièrement souscrit **ou engagée** et chaque action ou part doit être libérée de 5% au moins par un versement en numéraire, **par un apport en nature ou, si sa forme sociale le permet, un apport en industrie.***

La modification du paragraphe 6 du même article 32 du Projet va plus loin que la seule prise en compte de la mise de parts d'intérêts mais ajuste également le texte par rapport à la terminologie désormais utilisée dans la LSC. S'agissant des sociétés en commandites simples et spéciales, la notion d'apport en nature est d'ailleurs aussi préférée dans la mouture actuelle du projet de loi 5730. La Chambre de Commerce s'interroge également sur l'expression « forme statutaire ». En effet, si cette formulation est reprise de la Loi FIS, surtout depuis l'introduction de la société en commandite spéciale par la Loi AIFM, cette notion, qui est ambiguë, risque de prêter à confusion. Aussi, la Chambre de Commerce préférerait utiliser l'expression de « société dotée de la personnalité juridique ». Ceci, d'autant plus que certaines sociétés en commandites spéciales sont constituées par voie de « statuts » et que l'on pourrait donc en déduire – à tort – qu'elles ont adopté la « forme statutaire ».

Il reste qu'en opportunité, la Chambre de Commerce estime qu'il vaudrait sans doute mieux réserver l'application du paragraphe (6) aux seuls types de sociétés exigeant en droit commun une libération minimale de leur capital, à savoir la société anonyme, la société en commandite par actions et la société à responsabilité limitée et pour lesquels ce régime constitue une flexibilité plutôt qu'une contrainte (une telle référence préciserait d'ailleurs le problème abordé ci-dessus de la signification du terme « forme statutaire »). Pour les sociétés en commandite simple⁷, cette disposition peut constituer une contrainte inutile si l'interprétation des termes « *mise constitutive de parts d'intérêts* » devait s'assimiler aux engagements contractuels de contribution des associés – une libération partielle immédiate même à concurrence de seulement 5% étant contraire aux pratiques du marché. La Chambre de Commerce préférerait donc une version modifiée du paragraphe 6 qui se lirait comme suit :

- (6) *Dans la mesure où le fonds d'investissement alternatif réservé est constitué sous la forme **[section à supprimer :] d'une société anonyme, d'une société en commandite par actions ou d'une société à responsabilité limitée**, son capital **[à supprimer :]** doit être entièrement souscrit **[à supprimer :]** et chaque action ou part doit être libérée de 5% au moins par un versement en numéraire **ou par un apport en nature. [à supprimer].***

Soit :

- (6) *Dans la mesure où le fonds d'investissement alternatif réservé est constitué sous la forme **d'une société anonyme, d'une société en commandite par actions ou d'une société à responsabilité limitée**, son capital doit être entièrement souscrit et chaque action ou part doit être libérée de 5% au moins par un versement en numéraire **ou par un apport en nature.***

⁶ Voir explication ci-après.

⁷ Les sociétés en commandite spéciales ne sont pas visées par ce texte.

La Chambre de Commerce est consciente qu'une telle proposition dispenserait les sociétés en commandite simple qui n'adoptent pas la forme d'une SICAV de l'obligation de libérer immédiatement au moins 5% du capital souscrit ou de la valeur de la mise constitutive de parts d'intérêts. Mais une telle dispense est justifiée pour les raisons exposées ci-après.

La Chambre de Commerce note tout d'abord que les structures organisées sous la forme d'une société en commandite simple ou « *Limited Partnership* » de type « *Private Equity* » sont essentiellement, voire exclusivement, financées du côté fonds propres de leur bilan par le biais de « *commitments* », soit des engagements contractuels irrévocables, quoique normalement conditionnels des investisseurs. De telles structures n'ont donc pas nécessairement un capital social, puisqu'en droit commun des sociétés, les associés engagent simplement une mise représentée par des parts d'intérêts, titrisées ou non. Cette mise peut constituer un capital souscrit, mais ce n'est pas obligatoire. Les textes sectoriels actuels relatifs aux FIS et SICAR ignorent cette dernière possibilité et prévoient donc, soit le cas particulier des SICAV, soit les structures autres impliquant un « capital souscrit ». Il s'agit là d'une lacune assez évidente – sauf à lire le texte dans le sens qu'il ne s'appliquerait qu'aux structures qui recourent effectivement à un capital souscrit mais une telle lecture semble difficilement justifiable pour la Chambre de Commerce.

Pour ce qui est des « *commitments* », ils sont le plus souvent rassemblés dès les premiers mois. Il n'y a donc pas de souci en pratique par rapport au montant minimal de 1.250.000 EUR à atteindre endéans l'année. Mais il est peu fréquent qu'il y ait immédiatement un appel de capital (pour lequel le texte ne prévoit pas de période de battement), autre qu'un appel minimal pour couvrir les coûts de mise en place, souvent limités à 1 ou 2 %. La condition de libération de 5%, à la supposer applicable aux « *commitments* », ne peut donc être remplie en pratique, ou alors que par des subterfuges ou une adaptation (peu digeste) de la pratique.

Pour la Chambre de Commerce, le rapprochement entre les notions de « *commitments* » et de "mise en parts d'intérêts" est donc évident. Elle en veut pour preuve le passage suivant du commentaire des articles du projet de Loi AIFM concernant l'article 158 sur les SICAR⁸, selon lequel :

« Au regard de la réforme du régime général des commandites, il est nécessaire d'introduire le concept qui pour une société en commandite simple ou spéciale se rapproche le plus de celui du capital souscrit d'une société de capitaux et qui est celui de la mise en parts d'intérêts telle que prévue aux articles 16 et 22-1 de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales. Dans le cadre de ces sociétés en commandite simple ou spéciale, les parts d'intérêts constitutives doivent être des engagements irrévocables des associés ».

La Chambre de Commerce pense donc pouvoir affirmer qu'il y a identité, pour les besoins des dispositions discutées, entre « capital souscrit » et « *commitments* », et donc avec celle de valeur de la mise en parts d'intérêts. Pour permettre aux FIAR sous forme de société en commandite simple de se constituer sous une forme autre que la SICAV, et par ailleurs sans capital du tout (ce qui correspond au modèle anglo-saxon), il conviendrait donc d'exempter ceux-ci du requis de libération immédiate de 5%⁹.

Concernant les articles 51, 54 et 55 du Projet

Comme expliqué en début d'avis, le Projet se caractérise par une responsabilité accrue des gestionnaires et administrateurs afin de compenser l'absence d'agrément et de supervision

⁸ Doc. parl. 6471, p. 161.

⁹ Les sociétés en commandite spéciales seraient de toute façon exclues puisqu'elles n'adoptent pas la forme d'une société dotée de la personnalité juridique. Un traitement différencié des sociétés en commandite simples et spéciales sur ce plan paraîtrait d'ailleurs peu justifiable.

par la CSSF des FIAR. Certaines dispositions sont très révélatrices, notamment la dissolution du FIAR en cas de non-remplacement dans les deux mois du gestionnaire (article 4) ou du dépositaire (article 5).

Le même phénomène s'observe également dans la section du Projet traitant des dispositions pénales frappant les administrateurs aux articles 51 et suivants. Certaines clauses sont particulièrement larges, comme par exemple la clause de « *catch-all* » prévue à l'article 56 du Projet, en ce qu'il est prévu une peine d'emprisonnement et d'amende pour les gestionnaires ou administrateurs qui n'auraient pas « *observé les obligations qui leur ont été imposées par la présente loi* ». D'autant que la loi qui sera issue du Projet renverra aussi à d'autres lois.

Si la Chambre de Commerce peut comprendre le renforcement de responsabilité pour les gestionnaires et administrateurs de FIAR, elle estime qu'il faudra entamer une réflexion sur le régime des sanctions pénales et l'adapter aux exigences actuelles, également au regard du droit des pays voisins, comme elle l'a déjà souligné dans le cadre de son avis complémentaire du 22 janvier 2016 sur le projet de loi n°5730 relatif à la réforme du droit des sociétés.

Au-delà de ce débat de principe, la Chambre de Commerce note quelques imperfections textuelles des dispositions pénales. C'est le cas notamment à l'article 51, point d) du Projet. Pour rester en ligne avec la Loi FIS, la Chambre de Commerce s'interroge quant à savoir s'il ne faudrait pas remplacer la référence à l'article 9 par une référence à l'article 11. Par ailleurs, la référence dans l'article 54 du Projet au paragraphe 5 de l'article 15 du même Projet pose question dans la mesure où cet article 15 ne comprend pas de paragraphe.

Enfin, s'agissant de l'article 55 du Projet, il punit le défaut de publication et d'inscription de l'acte sur la liste prévue à cet effet. Or, le texte n'apporte pas de précisions sur qui du notaire ou de l'administrateur doit effectuer cette formalité. Il semblerait logique que cette tâche incombe au notaire. Il conviendra en tout cas de préciser cette hypothèse par règlement grand-ducal conformément à l'article 34 du Projet.

Concernant l'article 57 du Projet

L'article 57 du Projet vise à éviter à un organisme de placement collectif régi par la loi modifiée du 17 décembre 2010¹⁰ de payer une double taxe d'abonnement lorsqu'il investit dans un FIAR dont les parts sont déjà soumises à la taxe d'abonnement.

La Chambre de Commerce constate qu'il aurait fallu prévoir une modification similaire de la Loi FIS pour assurer que ceux-ci ne soient pas soumis deux fois à la taxe d'abonnement s'ils investissent dans un FIAR dont les parts sont soumises à ladite taxe.

¹⁰ Loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et - portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte); - portant modification: - de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif; - de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; - de l'article 156 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu.

Pour combler cet oubli, la Chambre de Commerce demande d'ajouter à l'article 57 un paragraphe 2¹¹ libellé comme suit:

« (2) Le point a) de l'article 68 de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés est modifié par l'ajout, à la fin du point a), des termes « ou par l'article 46 de la loi du [XX] concernant les fonds d'investissement alternatifs réservés ».

La Chambre de Commerce n'a pas d'autres commentaires à formuler.

* * *

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce peut marquer son accord sur le projet de loi, sous réserve de la prise en compte de ses remarques.

PMR/DJI

¹¹ Le premier paragraphe de l'article 57 devenant le paragraphe 1^{er}.