

**Objet: Projet de loi n°6936 portant modification de:**

- la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque;
- la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés;
- la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif;
- la loi modifiée du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs. (4591PMR)

*Saisine : Ministre des Finances  
(19 janvier 2016)*

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

Le projet de loi sous avis (ci-après dénommé, le « Projet ») poursuit plusieurs objectifs.

Tout d'abord, le Projet vise à aligner le régime juridique des sociétés d'investissement en capital à risque, en abrégé ci-après, les « SICAR »<sup>1</sup> sur celui des fonds d'investissement spécialisés, en abrégé ci-après, les « FIS »<sup>2</sup>, notamment en exigeant l'obtention d'un agrément pour commencer l'activité de SICAR désormais soumise à une surveillance plus poussée de la part de la Commission de Surveillance du Secteur Financier.

En outre, s'agissant des FIS, et, par ricochet, des SICAR, suite à la réforme de la législation sur les sociétés en commandite de 2013<sup>3</sup>, le Projet précise que leur gestion pourra désormais être confiée à une personne qui n'a pas la qualité d'associé commandité lorsqu'ils seront organisés sous la forme d'une société en commandite par actions, simple ou spéciale.

Par ailleurs, le Projet vient restreindre l'accès aux FIS et organismes de placement collectif relevant de l'annexe II de la loi modifiée du 17 décembre 2010<sup>4</sup> à certaines classes d'investisseurs en fonction du degré de risque que ces fonds comportent.

Enfin, le Projet devrait permettre aux organismes de placement collectif de type fermé d'émettre des parts ou actions à un prix autre que leur valeur nette d'inventaire.

Pour mettre en œuvre ces objectifs, le Projet opère la modification de quatre lois, à savoir, (i) la Loi SICAR, (ii) la Loi FIS, (iii) la Loi OPC et (iv) la Loi AIFM.

---

<sup>1</sup> Les SICAR sont régies par la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque, en abrégé ci-après, la « Loi SICAR ».

<sup>2</sup> Les FIS sont régis par la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés, en abrégé ci-après, la « Loi FIS ».

<sup>3</sup> introduite par la loi modifiée du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, en abrégé ci-après, la « Loi AIFM ».

<sup>4</sup> Loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif, en abrégé ci-après, la « Loi OPC ».

## Considérations générales

A titre préliminaire, la Chambre de Commerce souhaite rappeler l'importance de l'activité des fonds d'investissements pour la Place, que ce soit en termes de volume de capitaux brassés, de création d'emplois, de rentrées fiscales, notamment par le prélèvement de la taxe d'abonnement, et pour bien d'autres aspects également. Il importe dès lors d'adapter continuellement la législation afin d'encadrer cette activité de manière adéquate sans imposer de changements administratifs et financiers trop importants. Le Projet semble s'inscrire dans cette idée.

La Chambre de Commerce salue dès lors le Projet, qui, d'après elle, devrait contribuer à accroître l'attractivité de la Place de par la sécurité qu'elle offre.

La Chambre de Commerce souhaite toutefois rappeler que, si le Projet constitue un pas dans la bonne direction, il faudra continuer à améliorer encore davantage l'environnement juridique dans lequel les fonds sont appelés à évoluer, notamment sur le plan de la fiscalité, afin de leur garantir un accès généralisé aux conventions préventives de double imposition<sup>5</sup>.

Enfin, le Projet contient 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 qui suivent.

## Commentaire des articles

### Concernant l'article 19 du Projet

L'article 19 du Projet vise à introduire un article 3bis dans la Loi FIS. Il est composé de deux paragraphes, dont chacun d'eux appelle des commentaires de la part.

**S'agissant du premier alinéa**, la Chambre de Commerce estime, en premier lieu, qu'il faut se référer dans ce texte non seulement aux investisseurs professionnels mais aussi aux investisseurs institutionnels puisque ceux-ci sont spécifiquement mentionnés comme investisseurs éligibles par la loi FIS, comme le confirment les commentaires de l'article 18 du Projet. Or, le concept d'investisseur professionnel au sens de l'annexe II de la directive 2014/65/UE<sup>6</sup>, mieux connue sous l'acronyme anglais de « Mifid II », comprend seulement certaines des catégories d'investisseurs institutionnels au sens de la loi FIS car la définition et la pratique prudentielle à Luxembourg de ce que constitue un investisseur institutionnel sont plus larges que ce que la directive Mifid II reprend.

Cependant, dans la « hiérarchie » du niveau de sophistication des investisseurs, les investisseurs institutionnels étant ceux les plus susceptibles de disposer des connaissances adéquates et de supporter le risque de ce type de produits (suivis des investisseurs professionnels et enfin des investisseurs avertis), il serait illogique de les exclure.

Afin de refléter ces considérations dans le Projet, la Chambre de Commerce propose de modifier l'article 3bis comme suit :

<sup>5</sup> Voir notamment l'avis de la Chambre de Commerce du 15 septembre 2015 sur le projet de loi n°6826 portant approbation des conventions fiscales avec Andorre, la Croatie, l'Estonie et Singapour ainsi que des protocoles aux conventions fiscales en vigueur avec les Emirats Arabes Unis, la France, l'Irlande, la Lituanie, Maurice et la Tunisie.

<sup>6</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

« *Un fonds d'investissement spécialisé peut investir dans tout type de valeurs s'il réserve ses titres ou parts d'intérêts à des investisseurs institutionnels et à des professionnels tels que ces derniers sont définis à l'article 2, paragraphe (1) et qui ne font pas supporter les risques liés à cet investissement à des investisseurs non-professionnels* ».

Par ailleurs, la Chambre de Commerce anticipe que la formulation « *et qui ne font pas supporter les risques liés à cet investissement à des investisseurs non professionnels* » viendra créer un nouveau concept du type d'investisseurs dans des FIS, à savoir, les investisseurs (institutionnels et) professionnels qui investissent en leur nom mais dans le cadre d'un mandat de gestion discrétionnaire et qui n'offrent les produits d'investissement en question qu'à des investisseurs sous-jacents, eux-mêmes qualifiés d'investisseurs (institutionnels ou) professionnels au sens de la Loi FIS.

Si ceci peut se comprendre de par l'objectif recherché, c'est-à-dire éviter l'abus qui consisterait à ce qu'un intermédiaire place un produit de type FIS auprès d'investisseurs de détails par le biais d'une gestion discrétionnaire, la conséquence en est que cela rendra plus complexe la distribution du produit, avec les difficultés juridiques et opérationnelles qui s'en suivent.

**Quant au deuxième alinéa** de l'article 3bis nouveau de la Loi FIS, la Chambre de Commerce note simplement une erreur dans l'orthographe du mot « nonéligible » qu'il convient d'écrire en deux mots distincts, éventuellement reliés par un trait d'union<sup>7</sup>.

### **Concernant un article 19bis à ajouter entre les articles 19 et 20 du Projet**

Comme déjà relevé dans son avis du 24 février précité sur le projet de loi n°6929, le Projet hérite d'un oubli de la Loi AIFM, qui, lors de son adoption, avait modifié la Loi FIS. En effet, si, pour les SICAV-FIS, le texte de l'article 27 de la Loi FIS concernant le capital minimum comporte depuis 2013 le rajout « *ou la valeur de la mise constitutive de parts d'intérêts* », l'article 39 de la Loi FIS visant les FIS autres que les FCP ou SICAV n'avait pas été adapté. Cette lacune (non-intentionnelle) crée une insécurité juridique qui peut être préjudiciable pour les nombreuses structures SCS et SCSp qui ne comportent pas de capital social, mais utilisent de purs engagements d'associés et des « *partner(ship) accounts* » ou des concepts équivalents.

Il conviendrait dès lors, selon la Chambre de Commerce, de modifier l'article 39 de la Loi FIS comme suit (étant entendu que, pour ce qui est des modifications proposées ci-dessous pour la reformulation du paragraphe 6, celles-ci constituent des adaptations de *minimis*, faites à titre subsidiaire pour le cas où notre proposition alternative et préférée 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 spécialisés relevant du présent chapitre ne peut être inférieur à un million deux cent cinquante mille euros (1.250.000 euros). Ce minimum doit être atteint dans un délai de douze mois à partir de leur agrément. Un règlement grand-ducal peut fixer ce minimum à un chiffre plus élevé sans pouvoir dépasser deux millions cinq cent mille euros (2.500.000 euros).

(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 spécialisé à l'assemblée générale délibérante

<sup>7</sup> Ce terme est d'ailleurs correctement orthographié à l'article 22 du Projet.

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) 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 spécialisé ne prévoient pas d'assemblées générales, les administrateurs ou gérants doivent informer sans retard la CSSF dans le cas où le capital souscrit **ou la mise engagée** du fonds d'investissement spécialisé est devenu inférieur aux deux tiers du **capital ou de la valeur de la mise** minimum tel que défini au paragraphe (1). Dans ce dernier cas, la CSSF peut, compte tenu des circonstances, obliger les administrateurs ou gérants à mettre le fonds d'investissement spécialisé en état de liquidation.

(6) Dans la mesure où le fonds d'investissement spécialisé est constitué sous la forme [d'une société dotée de la personnalité juridique], 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 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 loi modifiée du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales. S'agissant des sociétés en commandite 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 manque de contenu juridique, 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 n'ont pas la personnalité juridique pour autant.

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. Pour les sociétés en commandite simple<sup>8</sup>, 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 préconise donc de ne pas garder le paragraphe 6 tel que proposé ci-dessus mais de le remplacer par le texte suivant :

(6) « Dans la mesure où le fonds d'investissement spécialisé est constitué sous la forme **d'une société dotée de la personnalité juridique**, 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 Chambre de Commerce est consciente qu'une telle proposition dispenserait automatiquement les sociétés en commandite simple qui n'adoptent pas la forme d'une SICAV

<sup>8</sup> Les sociétés en commandite spéciales ne sont pas visées par ce texte.

de l'obligation de libérer immédiatement au moins 5% du capital souscrit ou de la valeur de la mise constitutive de parts d'intérêts.

Elle note par ailleurs 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 SICAR<sup>9</sup>, 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 FIS 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%.

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

<sup>9</sup> Doc. parl. 6471, p. 161.