

Luxembourg, le 13 septembre 2021

**Objet : Projet de loi n°7825<sup>1</sup> portant :**

- 1. modification de la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation ;**
- 2. modification de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier ;**
- 3. modification de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises ;**
- 4. modification de la loi du 16 juillet 2019 portant mise en œuvre des règlements EuVECA, EuSEF, MMF, ELTIF et Titrisation STS ; et**
- 5. mise en œuvre du règlement (UE) 2020/1503 du Parlement européen et du Conseil du 7 octobre 2020 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entrepreneurs, et modifiant le règlement (UE) 2017/1129 et la directive (UE) 2019/1937. (5823GKA)**

*Saisine : Ministre des Finances  
(21 mai 2021)*

## **Avis de la Chambre de Commerce**

Le projet de loi sous avis a deux objectifs :

- premièrement, modifier la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation (ci-après la « Loi Titrisation ») afin de clarifier notamment les moyens par lesquels un organisme de titrisation peut se financer, permettre aux organismes de titrisation d'octroyer des sûretés dans un cadre plus souple qu'à l'heure actuelle et gérer sous certaines conditions activement leurs actifs ainsi que préciser les règles relatives au compartimentage et exiger l'immatriculation des fonds de titrisation au registre de commerce et des sociétés ;
- deuxièmement, mettre en œuvre en droit luxembourgeois le règlement (UE) 2020/1503<sup>2</sup>. Ledit règlement établit des exigences uniformes pour la prestation de services de financement participatif, pour l'organisation, l'agrément et la surveillance des prestataires de services de financement participatif, pour le fonctionnement des plates-formes de financement participatif, ainsi que pour la transparence et les communications publicitaires concernant la prestation de services de financement participatif dans l'Union européenne. Le projet de loi sous avis désigne quant à lui la Commission de surveillance du secteur financier (ci-après la « CSSF ») en tant qu'autorité compétente aux fins d'application de ce règlement européen et prévoit ses pouvoirs de surveillance, d'enquête et de sanctions afin d'assurer le respect des dispositions dudit règlement.

<sup>1</sup> [Lien vers le texte du projet de loi n°7825 sur le site de la Chambre de Députés](#)

<sup>2</sup> Le règlement (UE) 2020/1503 du Parlement européen et du Conseil du 7 octobre 2020 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entrepreneurs, et modifiant le règlement (UE) 2017/1129 et la directive (UE) 2019/1937

## En bref

Si la Chambre de Commerce **salue les apports** du projet de loi sous avis et notamment, :

- la possibilité offerte aux organismes de titrisation de se financer par toute forme d'emprunt ;
- l'élargissement des formes sociétales que peuvent adopter les sociétés de titrisation ;
- la définition légale de l'émission en continu par un organisme de titrisation d'instruments financiers offerts au public ;
- la possibilité de créer des sûretés ou des garanties au profit de tout tiers dans le cadre de l'opération de titrisation ; et
- la possibilité offerte aux organismes de titrisation de gérer, sous certaines conditions, activement d'eux-mêmes ou par un tiers leurs actifs ;

elle **regrette** toutefois **que les clarifications supplémentaires n'aient pas été apportées**, à savoir :

- la possibilité ou non pour un organisme de titrisation d'octroyer des prêts et d'en préciser éventuellement les conditions ;
- la possibilité pour les organismes de titrisation agréés de confier la garde de leurs avoirs liquides et de leurs valeurs mobilières à un établissement de crédit établi ou ayant son siège statutaire non seulement au Luxembourg mais aussi au sein de l'Espace économique européen ou, sur autorisation préalable de la CSSF, dans un autre pays européen.

## Considérations générales

Comme précisé dans l'exposé des motifs « *la modernisation de la Loi Titrisation vise à offrir aux opérateurs désireux de réaliser des opérations de titrisation sous le droit luxembourgeois de nouvelles possibilités pour accomplir celles-ci dans des conditions claires alliant souplesse et sécurité juridique, tout en assurant une protection efficace des investisseurs* ».

La Chambre de Commerce salue globalement les dispositions du projet de loi sous avis qui clarifient davantage le cadre légal existant et l'adaptent ainsi aux exigences actuelles du marché de la titrisation.

### Les innovations à saluer

Le projet de loi sous avis offre désormais aux organismes de titrisation **la possibilité de se financer**, outre par l'émission d'instruments financiers, également **par toute forme d'emprunt**. Le commentaire de l'article 1<sup>er</sup> du projet de loi sous avis précise que la notion de l'emprunt doit être interprétée de façon large et inclure, indépendamment de son traitement comptable, toute forme

d'endettement qui fait naître à charge de l'organisme de titrisation une obligation de remboursement, y compris les endettements où le montant remboursable dépend de la performance des actifs sous-jacents ou de la situation financière de l'émetteur.

Afin d'accorder un maximum de flexibilité aux sociétés de titrisation, le projet de loi sous avis leur permet d'**être constituées également sous forme de société en nom collectif, de société en commandite simple, de société en commandite spéciale et de société par actions simplifiée**. A noter que les formes actuellement prévues par la Loi Titrisation sont la société anonyme, la société en commandite par actions, la société à responsabilité limitée et la société coopérative organisée comme une société anonyme.

En outre, le projet de loi sous avis a le mérite d'apporter de la sécurité juridique quant à **la définition de l'émission en continu par un organisme de titrisation d'instruments financiers offerts au public** (qui nécessite un agrément de la CSSF). Si la question est jusqu'à présent régie par les lignes directrices de la CSSF, le projet de loi sous avis propose une définition légale, à savoir plus de trois émissions d'instruments financiers sur un même exercice social à des clients non professionnels dont les coupures sont inférieures à 100.000 euros et qui ne sont pas distribués sous forme de placement privé.

Aussi, le projet de loi sous avis offre davantage de flexibilité à la constitution, par un organisme de titrisation, de sûretés sur les biens qu'il détient, c'est-à-dire sur les biens titrisés. Jusqu'à présent, ces biens ne pouvaient être constitués de sûretés ou donnés en garantie qu'au profit des investisseurs. La nouvelle rédaction permet de **créer des sûretés ou des garanties au profit de tout tiers** afin de garantir les engagements souscrits **dans le cadre de l'opération de titrisation**.

Par ailleurs, les organismes de titrisation qui ne se financent pas par l'émission d'instruments financiers au public, auront désormais **la possibilité de gérer activement d'eux-mêmes ou par un tiers** un panier de risques constitués de titres de créance, d'instruments financiers de dette ou de créances.

Finalement, les fonds de titrisation seront tenus, à l'image des sociétés de titrisation, de déposer les informations requises au registre de commerce et des sociétés ainsi que de les publier au Recueil électronique des sociétés et associations.

Si la Chambre de Commerce se félicite des améliorations apportées par le projet de loi sous avis à la Loi Titrisation, elle estime toutefois que d'autres clarifications et précisions seraient utiles.

### **Quant aux clarifications à apporter**

La Chambre de Commerce observe que la Loi Titrisation prévoit en son article 22 que « *Les organismes de titrisation agréés doivent confier la garde de leurs avoirs liquides et de leurs valeurs mobilières à un établissement de crédit établi ou ayant son siège statutaire au Luxembourg.* ».

Au-delà de considérations liées au droit européen, la Chambre de Commerce jugerait utile que le choix des établissements de crédit soit plus large afin d'offrir la meilleure solution et la meilleure protection aux investisseurs, et ce, compte tenu, aussi, d'une part, de la difficulté de trouver des établissements de crédit luxembourgeois désireux d'offrir de tels services aux organismes de titrisation et, d'autre part, du fait que les opérations de titrisation sont généralement des opérations transfrontalières.

La Chambre de Commerce se demande dès lors s'il ne serait pas judicieux de profiter du projet de loi sous avis pour modifier également l'article 22 de la Loi Titrisation afin de lui donner la teneur suivante :

**« Les organismes de titrisation agréés doivent confier la garde de leurs avoirs liquides et de leurs valeurs mobilières à un établissement de crédit établi ou ayant son siège statutaire au Luxembourg sein de l'Espace économique européen ou, sur autorisation préalable de la CSSF, dans un autre pays européen ».**

Par ailleurs, la Chambre de Commerce regrette que les auteurs du projet de loi sous avis n'aient pas profité de la présente modification de la Loi Titrisation afin de **clarifier la possibilité ou non pour un organisme de titrisation d'octroyer des prêts** et d'en préciser éventuellement les conditions, par exemple de l'autoriser dans le cadre et le respect des principes établis par la CSSF dans sa foire aux questions (FAQ).

## Commentaire des articles

### Concernant l'article 1<sup>er</sup>

A titre liminaire, la Chambre de Commerce souhaite préciser qu'elle salue les modifications proposées par l'article 1<sup>er</sup> du projet de loi sous avis.

Tout d'abord, d'un point de vue terminologique et afin d'aligner les termes employés par les diverses lois luxembourgeoises, le terme « *valeurs mobilières* » est remplacé par le terme « *instruments financiers* ». Il n'y a donc plus d'hésitations sur l'éligibilité pour le financement des titrisations, d'un large éventail d'instruments (et notamment le « *Schuldschein* » allemand) qui sera désormais éligible pour le financement des opérations de titrisation au Luxembourg. Cet alignement s'opère par un renvoi exprès à la définition du terme « *instruments financiers* » utilisée dans la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière<sup>3</sup>, qui promeut une acception très large. Par ailleurs, les auteurs du projet de loi sous avis précisent dans le commentaire de l'article 1<sup>er</sup> du projet de loi sous avis que « *la notion d'emprunt, peu importe son traitement comptable, inclut toute forme d'endettement qui fait naître à charge de l'organisme de titrisation une obligation de remboursement (...)* ». Il semblerait que l'intention des auteurs du projet de loi sous avis est de couvrir également les apports en espèces au compte 115 (apport en capitaux propres non rémunéré par des titres) effectués par les actionnaires. Si tel est le cas, la Chambre de Commerce jugerait utile qu'une précision allant dans ce sens soit apportée dans le commentaire de l'article sous revue.

Ensuite, les organismes de titrisation pourraient désormais se financer également par tout type de prêt, largement entendu comme toute forme d'endettement dans lequel les flux financiers d'un actif sous-jacent conditionnent le remboursement.

<sup>3</sup> Le projet de loi sous avis renvoie à l'article 1<sup>er</sup> point 8 (à l'exception de la lettre f) de la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière qui définit **les instruments financiers** comme « *l'acception la plus large du terme, et notamment :*

a) *toutes les valeurs mobilières et autres titres, y compris notamment les actions et les autres titres assimilables à des actions, les parts de sociétés et d'organismes de placement collectif, les obligations et les autres titres de créance, les certificats de dépôt, bons de caisse et les effets de commerce ;*

b) *les titres conférant le droit d'acquiescer des actions, obligations ou autres titres par voie de souscription, d'achat ou d'échange ;*

c) *les instruments financiers à terme et les titres donnant lieu à un règlement en espèces (à l'exclusion des instruments de paiement), y compris les instruments du marché monétaire ;*

d) *tous autres titres représentatifs de droits de propriété, de créances ou de valeurs mobilières ;*

e) *tous les instruments relatifs à des sous-jacents financiers, à des indices, à des matières premières, à des matières précieuses, à des denrées, métaux ou marchandises, à d'autres biens ou risques ;*

f) *les créances relatives aux différents éléments énumérés sub a) à e) ou les droits sur ou relatifs à ces différents éléments, que ces instruments financiers soient matérialisés ou dématérialisés, transmissibles par inscription en compte ou tradition, au porteur ou nominatifs, endossables ou non-endossables et quel que soit le droit qui leur est applicable. ».*

Cette flexibilité alignerait la loi luxembourgeoise sur le règlement européen relatif à la titrisation<sup>4</sup> et permettrait d'associer dans une même transaction des prêts et des émissions obligataires.

Enfin, il est clarifié que lorsqu'un organisme de titrisation contracte des prêts et émet des titres, ceux-ci doivent être lus de manière interchangeable.

## **Concernant l'article 2**

L'article 2 du projet de loi sous avis prévoit d'élargir la gamme des formes juridiques de sociétés pouvant être utilisées en tant que sociétés de titrisation. En particulier, les sociétés de titrisation pourraient désormais être constituées sous la forme de société en commandite simple (SCS) et de société en commandite spéciale (SCSp), ce qui implique la possibilité de création de compartiments au sein de ces entités.

La Chambre de Commerce comprend qu'en l'absence de dispositions fiscales particulières, le régime ordinaire d'imposition des SCS et SCSp s'appliquerait. Dans l'hypothèse où ces sociétés, en dépit de leur transparence fiscale de principe, seraient soumises à l'impôt notamment en vertu de l'article 168<sup>quater</sup> de la LIR, les dispositions de l'article 46 alinéa 14 de la LIR s'appliqueraient de manière correspondante aux distributions et engagements envers leurs investisseurs et tous autres créanciers, de sorte que les sociétés de titrisation (y compris celles ayant la forme juridique d'une SCS ou d'une SCSp, dans la mesure où elles seraient imposables sur tout ou partie de leurs revenus) soient toutes traitées de la même manière.

## **Concernant l'article 4**

L'article 4 du projet de loi sous avis procède à l'adaptation des dispositions de la Loi Titrisation qui concernent les fonds de titrisation.

La modification principale consiste à supprimer la disposition qui prévoyait l'émission de titres dématérialisés par les fonds de titrisation. La référence aux titres dématérialisés n'est en effet plus utile vu que la future loi définira les instruments financiers par référence expresse à la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière, qui vise tous les instruments « *que ces instruments financiers soient sous forme physique, dématérialisés, transmissibles par inscription en compte ou par livraison, au porteur ou nominatifs, endossables ou non et quel que soit le droit qui les régit* »<sup>5</sup>.

## **Concernant les articles 5 et 6**

Les dispositions des articles 5 et 6 du projet de loi sous avis précisent que, d'une part, le règlement de gestion des fonds de titrisation ainsi que ses modifications, et d'autre part, la mise en liquidation de ces fonds, doivent être déposés au registre de commerce et des sociétés et publiés au Recueil électronique des sociétés et associations. La Chambre de Commerce comprend que cette clarification purement technique vise à aligner le régime applicable aux fonds de titrisation à celui des fonds communs de placement (FCP).

Parallèlement, l'article 25 du projet de loi sous avis modifie l'article 1<sup>er</sup> de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises (ci-après la « Loi RCS »). L'article 1<sup>er</sup> de la Loi RCS établissant

<sup>4</sup> Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 648/2012

<sup>5</sup> Voir l'article 1<sup>er</sup> point 8 de la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière.

une liste des entités qui doivent être enregistrées auprès du registre de commerce et des sociétés se trouve ainsi complétée par les fonds de titrisation.

La Chambre de Commerce salue ces dispositions qui permettront à tous les fonds de titrisation d'avoir un numéro RCS et un régime de publication clair. Ceci leur assurera une plus grande visibilité et facilitera la conformité aux exigences de publication et d'information dans les offres publiques.

### **Concernant l'article 7**

Les dispositions de l'article 7 du projet de loi sous avis modifient l'article 19 de la Loi Titrisation qui concernent l'émission des instruments financiers offerts au public. Le projet de loi sous avis fixe effectivement les critères pour une telle émission d'instruments financiers au public - en majorité repris des Q&R de la CSSF relatifs à la titrisation - et le commentaire des articles concernés du projet de loi sous avis apporte des précisions afin d'interpréter ces critères, en particulier en ce qui concerne la définition du placement privé.

Si la Chambre de Commerce salue la valeur ajoutée des précisions contenues dans le commentaire des articles, elle regrette cependant que lesdites précisions ne figurent pas dans le texte même du projet de loi sous avis ce qui permettrait de garantir un niveau plus élevé de sécurité juridique et elle propose que les auteurs procèdent à l'inclusion desdites précisions. Il convient de souligner que les directives plus précises de la CSSF à cet égard seraient tout aussi utiles.

Par ailleurs, un des critères d'une émission d'instruments financiers offerts au public précise qu'il doit s'agir d'une émission dont les coupures sont inférieures à 100.000 euros. Dans un souci de clarté, la Chambre de Commerce se demande s'il ne serait pas utile de compléter ce critère afin de lui donner la teneur suivante « *dont les coupures ou l'investissement minimum sont inférieures à 100.000 euros* ».

### **Concernant l'article 11**

L'article 11 du projet de loi sous avis apporte une clarification importante quant au traitement comptable des compartiments d'une société de titrisation financée par des instruments de capitaux propres (*equity*). Ces compartiments pourront désormais faire approuver le bilan et les comptes de résultats préparés au niveau de ce compartiment par les seuls investisseurs dudit compartiment. Néanmoins, cette possibilité devra être prévue dans les statuts de la société de titrisation.

De même, les bénéfices et autres réserves distribuables pourront être réalisés au niveau de chaque compartiment sur la base de son bilan et de ses comptes de pertes et profits sans considération de la situation financière globale du véhicule de titrisation.

La création ou l'attribution d'une réserve requise par la loi modifiée du 10 août de 1915 concernant les sociétés commerciales (ci-après la « LSC ») se fera aussi au niveau de chacun de ces compartiments.

### **Concernant l'article 12**

Les modifications proposées par l'article 12 du projet de loi sous avis apportent les clarifications quant à la détention *directe* par les organismes de titrisation de biens meubles et immeubles. S'agissant de l'acquisition de participations dans une autre société, il serait opportun, aux yeux de la Chambre de Commerce, de clarifier les pouvoirs de l'organisme de titrisation quant à la gestion de ces participations et l'exercice des droits de vote y afférant. A l'heure actuelle, le régulateur, en ce qui concerne les organismes réglementés, semble refuser l'exercice des droits de

vote par l'organisme de titrisation. La nature passive d'un organisme de titrisation y ferait, selon le régulateur, obstacle. Cette interprétation devrait probablement évoluer avec l'ajout du nouvel article 61-1 dans la Loi Titrisation<sup>6</sup>.

### Concernant l'article 13

La modification proposée par l'article 13 du projet de loi sous avis offrira davantage de flexibilité dans la constitution, par un organisme de titrisation, de sûretés sur les biens qu'il détient, c'est-à-dire sur les biens titrisés. Jusqu'à présent, ces biens ne pouvaient être constitutifs de sûretés ou donnés en garantie qu'au profit des investisseurs. La nouvelle rédaction permet de créer des sûretés ou des garanties au profit de tout tiers afin de garantir les engagements souscrits dans le cadre de l'opération de titrisation. Dans une telle situation, il faut supposer que les instruments créant les sûretés/garanties (c'est-à-dire les contrats de gage ou autres actes constitutifs de sûretés) devront logiquement faire partie des actifs sous-jacents ou des accords sous-jacents des obligations, actions, prêts tels qu'ils sont énumérés dans les termes et conditions de l'émission.

### Concernant l'article 16

L'article 16 du projet de loi sous avis modifie l'article 64 de la Loi Titrisation pour y insérer un nouveau paragraphe 1<sup>er</sup> prévoyant les règles de subordination applicables aux instruments financiers émis par un organisme de titrisation. Puisqu'un organisme de titrisation pourra désormais utiliser une palette très large d'instruments de transfert de risque, financiers ou contractuels, cette disposition intervient opportunément pour arbitrer leurs rangs respectifs, créant une hiérarchie légale dans chaque situation entre ces instruments : parts de fonds de titrisation, actions, parts sociales, parts bénéficiaires, parts d'intérêt, obligations, instruments de prêt de tout type.

### Concernant l'article 19

L'article 19 du projet de loi sous avis ajoute un article 66-1 dans la Loi Titrisation afin de permettre expressément d'exclure les clauses de résiliation (*condition résolutoire*) pour les émissions obligataires.

Ceci est rendu nécessaire par l'article 470-21 de la LSC, qui est une disposition impérative. Cet article 470-21 octroie à chaque partie un droit de résiliation en cas d'inexécution par l'autre partie, droit qui est toujours *sous-entendu*, par la loi (*la clause résolutoire est toujours sous-entendue*). Il est souvent considéré que ce droit de résiliation implicite octroyé par la loi ne peut pas être écarté contractuellement par l'émetteur et le souscripteur d'obligations en vertu de la LSC.

L'article 19 du projet de loi sous avis prévoit par conséquent une exception étant donné qu'en matière de titrisation, le droit de résiliation peut être exclu pour les obligations.

\* \* \*

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

GKA/PPA

<sup>6</sup> Le projet de loi sous avis prévoit d'insérer dans la Loi Titrisation un nouvel article 61-1 ayant le libellé suivant :  
« Un organisme de titrisation ne peut titriser un panier de risques constitué de titres de créance, d'instruments financiers de dette ou de créances, qui est géré activement par l'organisme de titrisation lui-même ou par un tiers, qu'à la condition que les instruments financiers émis pour financer l'acquisition de ce panier de risques ne soient pas offerts au public. ».