1

L'évolution législative[1] de la décennie 2003-2013

André Elvinger[2]

Avocat

Elvinger, Hoss & Prussen

Table des matières

Introduction – Le domaine et les limites du « droit bancaire et financier » 6

Chapitre 1 – L'évolution institutionnelle 8

Section 1 – Les développements institutionnels touchant de l'extérieur au domaine bancaire et financier 8

Section 2 – Les modifications institutionnelles affectant directement le secteur bancaire et financier 8

Chapitre 2 – Les développements intervenus dans le droit financier privé 11

Section 1 – Le domaine du paiement 11

Section 2 – Le domaine du prêt et la protection du consommateur 13

Section 3 – La protection des données 14

Section 4 – Le domaine des sûretés 15

[1] Au vu de l'abondance de doctrine qui entoure cette législation et d'une jurisprudence qui s'est élargie à son tour, l'auteur s'est efforcé de citer dans toute la mesure disponible cette doctrine et cette jurisprudence.

[2] Comme pour les décennies antérieures, le chroniqueur n'entend pas se borner à un simple historique de la législation. Il exprimera, selon le cas, son appréciation des nouveaux textes et donc ses propres opinions qui ne doivent pas être considérées comme exprimant celles de l'association qui a pris l'initiative de cet ouvrage, ni celles des autres membres du comité scientifique, ni encore celles des auteurs des articles qui composent cet ouvrage.

Section 5 – Le domaine du droit des sociétés 20
Sous-section 1 – Droit général des sociétés. 21
Sous-section 2 – La société européenne 25
Sous-section 3 – Fusions, scissions, transferts d'actifs de branches d'activité et d'universalité 26
Sous-section 4 – La domiciliation des sociétés 27
Sous-section 5 – Registre de commerce et des sociétés 28
Sous-section 6 – La profession d'audit 29
Sous-section 7 – Les normes comptables internationales. 29
Sous-section 8 – Dispositions concernant les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé ou non réglementé. 30
§ 1 – Les offres publiques d'actions et le retrait et le rachat obligatoires. 30
§ 2 – Dispositions concernant les droits des actionnaires aux assemblées générales des sociétés cotées. 34
§ 3 – La gouvernance d'entreprise 35
Section 6 – Les fondations 37
Sous-section 1 – Les fondations sans but lucratif 37
Sous-section 2 – Le projet de loi relative à la fondation patrimoniale . . . 37
Section 7 – Les valeurs mobilières 40
Sous-section 1 – La titrisation 40
Sous-section 2 – Les nouveaux titres dématérialisés 45
Chapitre 3 – Les développements du secteur financier public 49
Section 1 – L'accès aux activités professionnelles et leur surveillance . . . 49
Sous-section 1 – Le nouvel organigramme des entreprises du secteur financier et les dispositions nouvelles qui s'appliquent aux différentes catégories de ces entreprises 49
Sous-section 2 – Nouvelles dispositions d'accès s'appliquant aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement 54
§ 1 – Nouvelles dispositions concernant les exigences de gouvernance interne et de politique et pratiques de rémunération 54
§ 2 – Dispositions relatives aux acquisitions transfrontalières dans le secteur financier 57
Sous-section 3 – Dispositions particulières aux banques d'émission de lettres de gage. 59
Sous-section 4 – La garantie des dépôts et l'indemnisation des investisseurs 59
Sous-section 5 – L'accès à l'activité des établissements intervenant dans l'activité de paiement 60

Sous-section 6 – La surveillance dans le secteur financier 62
Section 2 – Les obligations professionnelles 67
Section 3 – La législation sur les marchés réglementés et non réglementés 75
Sous-section 1 – La loi MiFID 76
Sous-section 2 – La loi « *prospectus* » 79
Sous-section 3 – La loi « transparence » 81
Sous-section 4 – La loi « abus de marché » 83
Sous-section 5 – Le règlement UE nº 236/2012 sur la vente à découvert 87
Section 4 – Le domaine des organismes de placement collectif 89
Sous-section 1 – Les OPCVM et les OPC 89
Sous-section 2 – Les fonds d'investissement spécialisés (SIF) 91
Sous-section 3 – Les sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR) 92
Sous-section 4 – La loi relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs 92
Sous-section 5 – La société de gestion de patrimoine familial (SPF) 100

Chapitre 4 – Les mesures administratives et judiciaires en présence de l'insolvabilité des débiteurs 102
Section 1 – L'assainissement et la liquidation des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement 104
Section 2 – Les procédures d'insolvabilité des établissements de paiement 108
Section 3 – L'assainissement des organismes de placement collectif 108
Section 4 – Les mesures concernant le surendettement 110
Section 5 – Mesures présentes et futures relatives à la préservation des entreprises 111

Chapitre 5 – L'environnement fiscal du secteur financier 114
Section 1 – La disparition des sociétés *holding 29* et leurs substituts . . . 114
Section 2 – L'évolution de la charge fiscale 116
Section 3 – L'évolution sur le plan européen et international 119

Réflexions et conclusion 120

Introduction
Le domaine et les limites du « droit bancaire et financier »

1. À l'examen de chaque décennie, le chroniqueur s'interroge sur la question de savoir où commence et où finit le domaine de la législation dont il est appelé à décrire l'évolution.

Une méthode empirique consisterait simplement à dresser un cercle autour des matières proposées par le comité scientifique et des sujets traités par les auteurs des articles. Le fait que ces auteurs, juristes d'expérience, ont choisi ces sujets fait admettre que ce cercle délimite de façon adéquate le domaine du droit bancaire et financier. Aussi commode que soit cette méthode, elle n'est pas, du moins à elle seule, satisfaisante sur le plan scientifique.

Une deuxième méthode consisterait à prendre comme critère le domaine de compétence et des pouvoirs des autorités en charge de l'agrément et de la surveillance du secteur financier. Cette approche s'impose d'elle-même, mais, à la considérer comme seul critère, on oublierait que la réglementation – et, d'ailleurs, le droit positif dans son ensemble – suit toujours les faits. Sauf certains cas où le législateur crée réellement un cadre pour des activités futures et éventuelles, c'est – et c'est la tradition de la place financière luxembourgeoise – la pratique qui crée le besoin de législation et précède l'encadrement par la réglementation. N'oublions pas l'exemple des entreprises d'investissement collectif où les fonds communs de placement et les SICAF ont fonctionné pendant plus d'une décennie avant l'avènement de la première législation sur ce domaine.

Une autre méthode consisterait donc à circonscrire le domaine du droit bancaire et financier par ses activités et les professions qui l'entourent. La liste des professionnels du secteur financier ne cesse de s'allonger. Des activités qui étaient considérées jadis comme purement commerciales ou techniques, voire comme des sortes de professions libérales – et dont on voyait encore l'attrait dans l'absence de toute bureaucratie, du temps où on vantait les charmes du *self regulating* cher autrefois à la place de Londres –, ont recherché l'intervention du régulateur, censé être le garant de la qualité et de la réputation de l'entreprise.

Cependant, ces critères à caractère positif et réglementaire risqueraient de faire oublier l'étude du droit privé avec les bons vieux chapitres du Code civil, le prêt, le mandat, le dépôt, la société. Doit également rentrer dans notre vaste sujet le domaine de la *soft law* qui relève des principes généraux du droit et de la déontologie, et dont on rencontrera l'application remarquable à la gouvernance d'entreprise. Il est vrai que, même dans le domaine des sociétés, à carac-

tère contractuel à l'origine, l'aspect institutionnel a pris le dessus, et on verra, pour la dernière-née, la société en commandite spéciale, fût-elle démunie de personnalité juridique, une tendance encore du contractuel vers l'institutionnel. À tel point que, même si le chroniqueur de la décennie d'aujourd'hui s'est efforcé de maintenir la *summa divisio* entre le droit privé et le droit public, il doit constater que le droit public ne cesse de prendre le dessus.

Reste comme critère la méthode de l'exception qui consiste à dire que le domaine à traiter comporte tout ce qui touche de près ou de loin aux activités bancaires et financières, sauf quelques domaines qui, tout en étant proches, restent, plutôt, par tradition, à l'écart. C'est le cas pour l'assurance, d'un côté à cause de ses types d'activités très caractéristiques, d'un autre côté à cause du fait qu'elle continue à suivre des voies réglementaires séparées quoique proches, comme le montre l'exemple très récent de la législation qui régira les professionnels de l'assurance[3], calquée sur celle des professionnels du secteur financier. Il reste qu'on observe le maintien de la séparation non seulement au Luxembourg, au vu de l'existence d'autorités différentes pour l'agrément et la surveillance, mais encore sur le plan européen où, même dans les initiatives les plus récentes comme celles de la création du système européen de surveillance financière, des autorités distinctes sont chargées du secteur bancaire par rapport à celui des assurances.

Reste aussi, en dehors de cet historique, le domaine monétaire proprement dit, à l'exception des systèmes de paiement et de monnaie électronique qui suivent, pour l'agrément et la surveillance, mais sous l'« *oversight* » des banques centrales, des voies calquées sur celles du secteur financier, même si les textes concernant ces systèmes sont sortis de la loi relative au secteur financier. Par contre l'examen de l'évolution de la fiscalité, bien qu'elle soit au plus haut degré un élément de finances publiques, est nécessaire en raison des particularités de son application aux activités et aux professions du secteur financier et de son incidence profonde sur la compétitivité de ce secteur.

[3] *Cf.* loi du 12 juillet 2013 portant modification de la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances.

Chapitre 1
L'évolution institutionnelle

Section 1
Les développements institutionnels touchant de l'extérieur au domaine bancaire et financier

2. Pour la décennie 1993-2003, le chroniqueur avait, en constatant que le droit bancaire et financier se place nécessairement dans une infrastructure institutionnelle qui dépasse son domaine propre, noté deux développements de nature fondamentale : d'une part, la loi du 12 juillet 1996 qui avait introduit, par l'article 95*ter* de la Constitution, le contrôle de la conformité des lois par la Cour constitutionnelle, organisé par la loi du 27 juillet 1997, d'autre part, la modification, à la même date, de la Constitution en son article 83*bis* ouvrant le chemin à l'institution des juridictions de l'ordre administratif par la loi du 7 novembre 1996[4].

Aucun événement législatif comparable ne peut être signalé pour la décennie sous question.

Une révision, voire une refonte – et non plus une parmi les nombreuses réformes –, de la Constitution fait son chemin depuis le *projet de loi n° 6030*[5], mais l'avènement de la loi modificative de la Constitution n'interviendra qu'au cours de la prochaine décennie. D'ailleurs, les dispositions prévues par ce projet, quelque fondamentales qu'elles soient, n'affecteront pas, d'après ce que l'on peut prévoir, le secteur bancaire et financier.

Section 2
Les modifications institutionnelles affectant directement le secteur bancaire et financier

3. La *loi du 24 octobre 2008 portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg* contient des dispositions touchant aux compétences tant de la Commission de surveillance du secteur financier que de la Banque centrale du Luxembourg. Elle insère dans les lois régissant ces

---

4 A. Elvinger, « L'évolution législative de la décennie 1993-2003 », *Droit bancaire et financier*, vol. 1, 2004, n° 1-1.

5 *Cf.* P.-H. Meyers, « Le cheminement historique, les objets et la portée de la révision constitutionnelle », *in Réforme de la Constitution : où en sommes-nous ?*, Table ronde sur la révision de la Constitution, Actes de l'Institut Grand-Ducal, vol. XIV, Section des sciences morales et politiques.

institutions une disposition prévoyant que ces institutions coopèrent avec le gouvernement et coopèrent entre elles et avec le Commissariat aux assurances afin, notamment, de contribuer à la stabilité financière, et cela, en ce qui concerne la Banque centrale du Luxembourg « dans le respect de son indépendance »[6].

4. Au niveau constitutionnel, cette loi[7] autorise la Commission de surveillance du secteur financier et la Banque centrale du Luxembourg, dans la limite de leurs compétences et missions respectives, à prendre des règlements, autorisation désormais ouverte par l'article 108*bis* de la Constitution introduit par la révision du 18 novembre 2004.

5. Signe de la crise bancaire, l'article VII de la même loi autorise, pour assurer la stabilité du système financier, le ministre du Trésor à émettre, selon les besoins, en une ou plusieurs tranches, un emprunt pour un montant global de trois milliards d'euros, le produit de cet emprunt étant « destiné à renforcer les assises financières d'établissements financiers, notamment par des prises de participation dans leur capital, par l'acquisition de titres émis par ces établissements, par l'octroi de crédits ou emprunts en leur faveur ainsi que par des placements auprès de ces établissements ». Le commentaire de la Commission des finances et du budget note que cette autorisation était requise aux termes de l'article 99 de la Constitution et précise que ce texte « constitue le cadre approprié pour entériner les mesures de sauvetage de deux établissements de crédit de droit luxembourgeois », mesures dont le caractère urgent exige une action rapide du législateur, et que l'emprunt est destiné à « sauvegarder l'épargne des clients des deux banques et de maintenir l'emploi dans les deux établissements de crédit qui comptent parmi les plus grands employeurs du pays »[8].

6. Autre signe des temps, cette fois sur fond de crise européenne, voire internationale, la *loi du 21 décembre 2012* est venue transposer la directive 2010/71 UE du 24 novembre 2010 concernant les compétences de l'*Autorité européenne de surveillance*[9].

---

6 Article 3-1 de la loi modifiée du 23 décembre 1988 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier, article 2 (5) de la loi modifiée du 23 décembre 1988 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg.

7 En ses articles III, point (8) et V, point (4), en complétant l'article 9 (2) de la loi du 23 décembre 1988 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier et l'article 34 de la loi de même date relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg.

8 *Doc. parl.*, nº 5842/9.

9 *Cf.* Ph.-E. Partsch, « Les autorités européennes de surveillance et le système européen de surveillance financière : première analyse », *Bulletin Droit et Banque*, nº 47, p. 41.

Le rapport de la Commission des finances et du budget constate que la crise financière a mis en lumière de graves lacunes dans la surveillance financière et révélé des insuffisances en matière de coopération, de coordination, de cohérence dans l'application de la législation de l'Union européenne et de confiance entre les autorités nationales compétentes[10]. C'est à la suite du rapport Larozière que la directive 2010/78/UE a procédé à la création d'un Système européen de surveillance financière (SESF) comprenant trois Autorités européennes de surveillance (AES), une pour le secteur bancaire, une pour le secteur des valeurs mobilières et une troisième pour le secteur des assurances et des pensions professionnelles, ainsi qu'un Comité européen du risque systémique.[11]

L'objet de la loi a été de procéder aux ajustements nécessaires de la législation existante dans ces domaines pour que la Commission de surveillance du secteur financier et le Commissariat aux assurances puissent référer aux autorités européennes de surveillance des différends qu'ils peuvent avoir avec les autorités nationales de surveillance d'autres États. À ce titre, les autorités européennes de surveillance sont appelées à aider les autorités nationales à trouver un accord et, à défaut, à trancher la question. Toujours avec cet objectif, la loi a renforcé la compétence du Commissariat aux assurances et de la Commission de surveillance du secteur financier en matière de protection des utilisateurs de services financiers.

7. Enfin, à l'horizon du deuxième semestre 2014 s'annonce l'avènement d'une surveillance commune des banques de l'Eurozone à exercer par la Banque centrale européenne.

---

[10] *Doc. parl.*, nº 6397/5.

[11] Cette démarche supranationale se trouve en quelque sorte préparée par la directive 2009/111/CE du 16 septembre 2009, transposée par la loi du 28 avril 2011 concernant, entre autres, des « dispositions en matière de surveillance et la gestion de crise » qui institue dans les articles 50-1 de la loi relative au secteur financier pour les établissements de crédit et 51-6*ter* pour les entreprises d'investissement sous les paragraphes (13) et (14) des « collèges des autorités de surveillance » dont la constitution est fondée sur des accords écrits entre les autorités de surveillance concernées (*infra*, nº 95).

Chapitre 2
Les développements intervenus dans le droit financier privé

Section 1
Le domaine du paiement

8. Dans le secteur financier, le paiement et la compensation relèvent de moins en moins des dispositions du Code civil sous le titre « De l'extinction des obligations », et du Code de commerce. L'essentiel des efforts sur le plan européen a consisté à surmonter des difficultés qui résultaient de dispositions telles qu'en droit luxembourgeois l'article 445 du Code de commerce dont, à l'époque, le souci était la protection des créanciers en général contre des paiements ou compensations susceptibles de favoriser certains créanciers par rapport à d'autres.

En parant à ces difficultés, les lois du 9 mai 1975 et du 1er août 2001 avaient déjà inséré dans la loi relative au secteur financier les dispositions concernant la compensation des créances et le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, indispensables pour éviter, dans le domaine financier, des risques systémiques susceptibles d'affecter le dénouement des transactions financières. C'était l'objet des anciens articles 61-1 et 61-2 de la loi sur le secteur financier.

9. Des critiques avaient été émises sur cet emplacement dans une législation qui, déjà à cette époque, s'appliquait non seulement aux établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier, mais encore aux organismes de placement collectif et, plus généralement, aux établissements commerciaux ou industriels « bénéficiant d'un accès professionnel au secteur financier », enfin des organismes internationaux à caractère public opérant dans le secteur financier[12].

Il n'est donc pas étonnant de constater que le siège de la matière a éclaté : les dispositions sur la compensation qui avaient figuré à l'article 61-1 de la loi sur le secteur financier se retrouvent, avec certaines modifications, aux articles 18 et suivants de la *loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière*, tandis que celles qui avaient fait l'objet de l'article 61-2 de cette loi sur le caractère définitif du règlement figurent, avec d'importantes modifications, à l'article 111 de la *loi modifiée du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement*.

---

[12] *Cf.* A. Elvinger, « L'évolution législative de la décennie 1993-2013 », *in Droit bancaire et financier*, vol. 1, 2004, nos 1-10 ; voy. aussi sous ce rapport l'exposé des motifs, *Doc. parl.*, no 4032/4.

10. Quant aux clauses de connexité, la *loi du 20 mai 2011 modifiant la loi du 5 août 2005* sur les contrats de garantie financière complète l'article 19 de la loi du 5 août 2005 en précisant que ces clauses sont valables et opposables aux tiers, aux commissaires, aux curateurs et aux liquidateurs ou autres organes similaires et produisent effet « nonobstant l'engagement ou la poursuite d'une mesure d'assainissement ou d'une procédure de liquidation et indépendamment du moment où ces clauses, y compris de compensation, ont été convenues ou exécutées »[13].

11. Quant au caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, l'ancienne jurisprudence de « l'heure zéro » avait, déjà sous le régime de la directive 98/26/CE, intitulée « *Finality Directive* »[14], fait place à l'article 62-1 de la loi sur le secteur financier[15]. À la suite des précisions introduites par les directives ultérieures et sous les définitions supplémentaires figurant à l'article 1er de la loi modifiée du 10 novembre 2009, l'article 111 de cette loi dispose qu'en cas de procédure d'insolvabilité à l'encontre d'un participant, les ordres de transfert et la compensation produisent leurs effets en droit entre parties et sont opposables aux tiers à condition que les ordres de transfert aient été introduits dans le système avant le moment de l'ouverture de la procédure d'insolvabilité. Même les ordres de transfert introduits dans un système après le moment de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité et exécutés le jour ouvrable au cours duquel cette procédure est ouverte produisent leurs effets en droit et sont opposables aux tiers, à condition que l'opérateur du système puisse prouver que, au moment où ces ordres de transfert étaient devenus irrévocables, il n'avait pas connaissance, ni n'aurait dû avoir connaissance, de l'ouverture de la procédure d'insolvabilité[16].

Au-delà des matières de fond, sur le plan réglementaire, l'activité de paiement est dorénavant détachée de celle des établissements de crédit quant à son agrément et quant à sa surveillance, même si les organes compétents sont les

---

[13] Ces dispositions ont trouvé leur application dans un jugement du 28 octobre 2008, intervenu à la suite du sursis de paiement de *Landsbanki*, cité et commenté par M. Elvinger, « Enseignements jurisprudentiels récents en matière de sursis de paiement dans le secteur financier », *Bulletin Droit et Banque*, nº 43, p. 23, nº 51.

[14] *Cf.* M. Grégoire, « L'intégration des marchés financiers : la garantie d'un équilibre ou le déséquilibre des garanties », *JTL*, 4 février 2010, nº 7, p. 2.

[15] *Cf.* O. Partsch-Bobricheff, « Analysis of the current legal framework for clearing and settlement services in the European Union, together with some tentative considerations concerning the future », *Bulletin Droit et Banque*, hors-série juin 2005, pp. 7 et s.

[16] *Cf.* Gr. Minne, « Les règles de conflit de loi en matière de compensation dans le secteur financier », Prix ALJB 2010, *Bulletin Droit et Banque*, nº 47, p. 7.

mêmes, le ministre ayant dans ses attributions la CSSF pour l'octroi de l'agrément et la CSSF pour la surveillance[17], sans préjudice de la consultation et de la Banque centrale du Luxembourg ou d'autres autorités et de la coopération avec celles-ci.

Section 2
Le domaine du prêt et la protection du consommateur

12. Aux dispositions réglementant le prêt à la consommation, prévues par la loi du 9 août 1993 qui fut modifiée par celle du 28 avril 1998, la loi du 18 décembre 2006 avait ajouté des dispositions sur la protection du consommateur dans le domaine des services financiers à distance[18].

L'ensemble de ces dispositions a fait l'objet d'une refonte par la *loi du 8 avril 2011 portant introduction d'un Code de la consommation* qui reprend, par transposition des directives 2008/122/CE et 2008/48/CE, à la fois les dispositions sur le crédit à la consommation et celles sur les services financiers à distance[19] [20] [21].

Le Code de la consommation fait l'objet d'un projet de modification important par le projet de loi nº 6478 déposé le 17 septembre 2012. L'objet de ce projet de loi est la transposition de la directive 2011/83/UE relative au droit des consommateurs. Elle porte notamment sur la réglementation des contrats hors établissement et aboutira à une libéralisation prononcée du régime actuel du droit luxembourgeois avec l'abolition de la loi du 16 juillet 1987 concernant le colportage, la vente ambulante, l'étalage de marchandises et la sollicitation de commandes.

Le projet de loi, qui constate, à propos du vieux terme de colportage, qu'aujourd'hui ce sont moins les biens qui sont proposés à la vente en porte-à-porte

---

17 Article 31 de la loi du 10 novembre 2009, *infra*, nº 90.

18 *Cf.* M. Thewes, « Quarante ans de protection du consommateur », *Annales du droit luxembourgeois*, vol. 16, 2006, p. 49 ; B. Christmann, P. Rauchs et B. Bruck, « Rapport aux journées de l'association Henri Capitant sur la protection du consommateur », *Annales du droit luxembourgeois*, nº 17/18, pp. 383 et s.

19 *Cf.* E. Poillot, « Le Code luxembourgeois de la consommation : étude de droit interne et de droit comparé », *JTL*, 5 février 2013, nº 25, p. 1.

20 Sur la portée et l'étendue de la loi du 8 avril 2011 portant introduction d'un Code de la consommation, J. Brucher, « La protection juridique du consommateur dans le domaine bancaire et financier : morceaux choisis quant à son évolution récente au Luxembourg », *Bulletin Droit et Banque*, nº 49, p. 22.

21 Voy. au présent ouvrage, Ph. Bourin, « L'investisseur privé serait-il devenu un simple consommateur ? ».

que les services[22], marque les regrets du législateur luxembourgeois devant l'inéluctable libéralisation du régime actuel[23]. L'avis du Conseil d'État[24], constatant ce scepticisme des auteurs du projet de loi, attire leur attention sur le souci de l'Union européenne d'un niveau excessif de protection du consommateur. La Chambre de commerce, de son côté, salue la transposition de la directive et se félicite de l'abrogation de la loi sur le colportage, prévoyant que cette libéralisation permettra de développer, entre autres, l'activité de représentant commercial et le microentreprenariat[25].

Section 3
La protection des données

13. La loi du 2 août 2002 relative à la protection des personnes à l'égard du traitement des données à caractère personnel a subi d'importants compléments et des précisions, successivement par les lois du 22 décembre 2006, 27 juillet 2007 et 28 juillet 2011. Si la protection des données relève, comme l'énonce l'article 1er de la loi modifiée, des libertés et des droits fondamentaux[26], elle touche cependant également au droit financier. Il en est ainsi notamment des règles professionnelles en général pour la maîtrise des données traitées par les professionnels du secteur financier, plus particulièrement en cas d'externalisation[27].

---

22 Exposé des motifs, p. 4, *sub* « contrat hors établissement ».

23 Exposé des motifs, pp. 4 et s.

24 *Doc. parl.*, nº 6478/6.

25 *Doc. parl.*, nº 6478.

26 Sur ce plan général, on peut signaler des décisions judiciaires concernant le conflit entre cette protection au regard de la Convention européenne des droits de l'homme, d'une part, la recherche par le parquet et par le juge d'instruction des crimes et des délits, d'autre part, décisions ayant abouti, après renvoi en cassation, à un arrêt de la Cour d'appel du 28 février 2007 (*Bulletin Droit et Banque*, nº 40, p. 46, avec commentaire E. Delosch, arrêt commenté également par A. Elvinger *in* « Le triomphe du droit et des droits fondamentaux », *Bulletin Droit et Banque*, nº 48). Par cet arrêt, à propos de preuves obtenues de manière illégale par vidéosurveillance, la Cour, tout en admettant que « le juge pénal peut même prendre en considération une preuve irrégulière dès lors que les dispositions volées ne sont pas prescrites à peine de nullité, que l'irrégularité n'entache pas la fiabilité de la preuve, et que l'usage de la preuve n'est pas contraire au droit à un procès équitable », décide que, « dans l'intérêt de la sécurité juridique, la rigueur juridique doit l'emporter sur ces considérations ».

27 *Infra*, nº 101 ; voy. au présent ouvrage A. Grosjean, « La protection des données personnelles et les services à l'aube d'une nouvelle réglementation européenne », et A. Fiévée et P. Santer, « La protection des données dans un monde globalisé ».

Section 4
Le domaine des sûretés[28] [29]

14. Le chroniqueur avait, quant à la décennie écoulée, constaté qu'en matière de sûreté, la *loi du 21 décembre 1994 modifiant certaines dispositions légales relatives aux transferts des créances et aux gages*, avait été « un énorme pas en avant ». L'éventail des sûretés avait encore été élargi par la *loi du 21 décembre 1994 relative aux opérations de mise en pension* et par celle du *1er août 2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie.*

Cet acquis se trouve consolidé dans *la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière*[30]. Cette loi constitue, là encore, la transposition d'une directive européenne, celle du 6 juin 2002, nº 2002/47/CE, concernant les contrats de garantie financière, souvent désignée comme la directive « *collateral* »[31]. Cependant, ainsi que le soulignait le rapport de la Commission des finances et du budget du 7 juillet 2005[32], cette loi, au-delà de ce qui était requis par la directive, regroupe dans un seul acte juridique les dispositions concernant les différents types de garantie financière. Ainsi, la loi comprend dans une partie II les dispositions sur le gage, dans une partie III celles sur le transfert de propriété à titre de garantie, dans une partie IV celles sur la mise en pension et dans une partie V les dispositions concernant la compensation et les procédures collectives.

---

[28] Quant à la nature et la portée de garantie indirecte ou « pseudo-sûreté » par les dispositions contractuelles de « *negative pledge* », voy. C. Prestat et Fr. Peguesse, « L'efficacité des engagements négatifs dans les contrats de financement : mode d'emploi », *Bulletin Droit et Banque*, nº 51, p. 7.

[29] *Cf.* Gr. Minne, « Le risque de requalification d'une garantie autonome en cautionnement », commentant un arrêt de la Cour d'appel du 13 juin 2012.

[30] Sur cette loi, *cf.* M. Mey, « Évolution du droit des garanties au Grand-Duché de Luxembourg : principales caractéristiques de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière », *Bulletin Droit et Banque*, nº 37, pp. 7 et s. ; H. Wagner et A. Djazayeri, « La réalisation du gage en temps de crise : aspects juridiques », *Bulletin Droit et Banque*, nº 45, p. 39 et, plus généralement, les autres articles du « Dossier : Le financement du crédit en temps de crise », même *Bulletin*, par A. Djazayeri, C. Tonnelet, M. Junius-Gaston et D. Grasso), voy. aussi H. Wagner et Fr. Guillaume de Liedekerke, « Enforcing financial collateral arrangements in the new world – challenging times ? », *Bulletin Droit et Banque*, nº 47, p. 50. Voy. au présent ouvrage P. Geortay, « Le caractère accessoire du gage et la loi sur les contrats de garantie financière » et Fr. Guillaume De Liedekerke, « Les garanties financières en droit luxembourgeois : un gage de solidité en des temps incertains ».

[31] Ni cette directive ni la loi du 5 août 2005 ne semblent avoir dissipé les doutes sur la validité d'une « *floating charge* » de type anglais, voy.à ce sujet F. Debroise, « La *floating charge* au Luxembourg, pas si sûr(e) », *JTL*, 15 avril 2010, nº 8, p. 45.

[32] *Doc. parl.*, nº 5251/7, p. 3.

Quant au gage, son domaine, dans le cadre de la loi sur les contrats de garantie financière, s'applique aux « avoirs » au sens de la définition figurant à l'article 1er *sub* 1, à savoir les instruments financiers définis à l'article 1er *sub* 8, et les créances, et non seulement les créances d'argent[33]. Le gage d'autres biens, et donc celui des meubles corporels ou encore du fonds de commerce, reste donc régi par les dispositions du Code civil et du Code de commerce[34].

L'article 6 de la loi précise le régime juridique des gages de rang inférieur ; l'article 8 offre au créancier gagiste une option pour soit imputer les fruits et produits sur sa créance, soit les conserver comme nantis en sa faveur.

L'article 9 met fin à une controverse sur le point de savoir si, au regard des articles 67 (3), 162 et 195, LSC, le droit de vote peut être attaché aux instruments nantis, et donc au bénéfice du créancier gagiste, en disposant que, sauf convention contraire, le droit de vote reste acquis au constituant du gage.

L'article 11 simplifie encore la réalisation du gage en permettant au créancier gagiste de vendre de gré à gré les avoirs nantis sans devoir passer par une procédure ou une mise en demeure préalable, sous la condition de réaliser cette cession dans « des conditions commerciales normales »[35].

---

33 Commentaire des articles, *ad* article 3, *Doc. parl.*, nº 5265, p. 15.

34 *Cf.* Cour, 8 février 2012, *Pas.*, 36, p. 67, quant à l'autonomie de la loi du 5 août 2005 par rapport au Code civil et au Code de commerce pour les gages des instruments financiers et les créances, entre autres quant à l'interdiction de l'exigence de la mise en demeure

35 Un jugement du tribunal d'arrondissement de Luxembourg du 20 mai 2010 (*Bulletin Droit et Banque*, nº 48, p. 54, avec commentaire de Nicolas Thieltgen) décide, quant à la charge de la preuve, qu'il appartient au constituant du gage qui conteste d'établir que cette cession ne correspond pas à des conditions commerciales normales. Quant à la nature des conditions commerciales normales, le tribunal constate que, dans le cas de l'espèce, la valeur des actions réalisées avait fait l'objet du rapport d'un réviseur d'entreprises. Le tribunal retient encore que la sanction éventuelle du non-respect de l'obligation de vendre à des conditions commerciales normales ne serait pas l'annulation de la cession, mais des dommages-intérêts. Le commentateur renvoie, dans l'examen de la doctrine sur cet aspect de l'article 11 de la loi du 5 août 2005, à P. Schleimer, « Réalisation des garanties financières et de pratique des prêteurs bancaires », *JTL*, 2010, p. 8.
Pour d'autres articles de doctrine, voy. I. Riassetto, « Le droit d'utilisation du créancier bénéficiaire d'une garantie financière », *JTL*, 4 février 2010, nº 7, p. 16 ; St. Jacoby, « Les garanties financières face aux procédures d'insolvabilité », *JTL*, 4 février 2010, nº 7, p. 24 ; P. Hurt, « La compensation comme garantie d'une créance sur un débiteur en faillite », *JTL*, 4 février 2010, nº 7, p. 30. Voy. au présent ouvrage L. Jacques et D. Van den Bulke, « La responsabilité du banquier lors de la réalisation d'un gage sur instruments financiers ».

L'article 12 facilite la mise en gage des parts d'une société à responsabilité limitée[36].

La partie III de cette loi reprend dans les grandes lignes, *quant au transfert de propriété à titre de garantie*, les dispositions de la loi du 1er août 2001 ainsi abrogée.

L'article 14 confirme que le transfert de propriété à titre de garantie peut se faire par voie fiduciaire par application de la loi du 27 juillet 2003 relative au *trust* et aux contrats fiduciaires, à condition que le fiduciaire soit un professionnel de la finance au sens de la définition figurant à l'article 1er *sub* 12) de la loi.

15. Selon l'article 20 (4), de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière, les saisies pénales « ne sont pas applicables aux contrats de garantie financière et ne font pas obstacle à l'exécution de ces contrats et à l'exécution par les parties de leurs obligations »[37].

Les garanties financières sont renforcées par l'article 5 (1), du règlement 1346/2000/CE du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité qui dispose que l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité n'affecte pas le droit réel dont bénéficie un créancier sur certains biens de son débiteur failli.

16. La sécurité juridique des garanties financières a été mise à l'épreuve au regard d'une demande en suspension de la réalisation d'un gage. Dans une ordonnance de référé du 4 décembre 2009[38], le juge des référés avait fait droit à une telle demande de suspension au motif que certaines clauses du contrat de prêt concernant la réalisation du gage seraient illicites en tant qu'elles constitueraient des clauses abusives au sens de la loi du 25 août 1983 relative à la protection juridique du consommateur[39]. L'ordonnance fut réformée par arrêt de la Cour d'appel du 3 novembre 2010[40]. La Cour rappela les travaux préparatoires aux termes desquels la disposition de l'article 20 (4) de la loi du 5 août 2005 constitue une loi de police édictée en vue de mettre les contrats de prise de garantie financière à l'abri d'une possible remise en cause et d'offrir

---

36 *Infra*, nº 21.

37 Voy. ordonnance référé du 14 octobre 2010 affirmant la primauté d'un contrat de gage régi par la loi de 2005 sur une saisie pénale, *Bulletin Droit et Banque*, 2011, nº 46, p. 2, note A. Duarte, « Le contrat de garantie financière : une sécurité juridique consacrée », *Bulletin Droit et Banque*, nº 46, p. 10.

38 *Bulletin Droit et Banque*, nº 46, p. 52.

39 Voy. commentaire N. Thieltgen *in* « Chronique de jurisprudence de droit bancaire luxembourgeois », *Bulletin Droit et Banque*, nº 46, p. 52.

40 *Bulletin Droit et Banque*, nº 48, p. 71.

ainsi aux organismes prêteurs un cadre dans lequel ils peuvent opérer en toute sécurité[41][42].

17. La loi du 5 août 2005 a été modifiée par la *loi du 20 mai 2011 portant transposition de certaines directives touchant aux sûretés*, à savoir notamment la directive 2009/44/CE du 6 mai 2009 modifiant la directive 2002/47/CE concernant, entre autres, les contrats de garantie financière[43].

L'article 2 de la loi du 20 mai 2011 facilite les opérations de garantie financière en acceptant, par exemple, au titre de preuve de la garantie l'inscription sur une liste de créances transmise au preneur de garantie, inscription considérée comme suffisante pour identifier les créances et pour prouver la constitution de la garantie financière sur ces créances[44]. Certaines réserves, comme le droit de substitution ou de retrait de l'excédent des avoirs remis à titre de garantie, le droit de percevoir les produits de tels avoirs, le droit réservé au constituant de la garantie de pouvoir donner des instructions par rapport aux avoirs, ne portent pas atteinte à la garantie constituée au profit du preneur[45]. La renonciation par le débiteur d'une créance à ses droits de compensation et à d'autres exceptions est valable entre parties et opposable aux tiers[46]. Est également reconnue comme valable la renonciation par le constituant à tous recours contre le débiteur[47].

---

41 Voy. commentaire par N. Thieltgen *in* « Chronique de jurisprudence de droit bancaire luxembourgeois », *Bulletin Droit et Banque*, n° 48, p. 72. Voy. commentaire de l'arrêt du 3 novembre 2010 par D. Boone, « Un coup d'arrêt aux actions conservatoires visant à suspendre les effets des réalisations de garanties financières ».

42 Dans ce sens, un jugement du tribunal d'arrondissement de Luxembourg du 29 janvier 2014 (jugement commercial n° 127/14, numéros 153 635, 155 942, 156 025 et 157 029 du rôle) décide, à propos d'une ordonnance prononcée par une juridiction étrangère enjoignant au créancier gagiste de s'abstenir de l'exécution d'un gage, que, s'agissant d'une mesure conservatoire, la décision du tribunal étranger « ne s'impose pas plus au juge du fond luxembourgeois qu'une décision de référé rendue par les tribunaux indigènes ».

43 Suivant l'avis du Conseil d'État, les modifications à la loi du 5 août 2005 seraient attribuables à l'introduction d'un « nouveau type d'outils », en l'occurrence les « créances privées », extension qui augmenterait l'éventail des garanties disponibles. À vrai dire, les dispositions de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière s'appliquaient déjà à tout ce qui était compris dans la définition des « avoirs », selon l'article 1er, *sub* 1, et donc aux créances en général. Ce qui est nouveau, c'est, comme le signale aussi l'exposé des motifs (*Doc. parl.*, n° 6164, p. 4, *in fine*), la décision de la Banque centrale européenne de reconnaître les banques privées comme une catégorie de garanties admissibles pour les opérations de crédit de l'Euro système à compter du 1er janvier 2007.

44 Article 2, paragraphe 2, de la loi du 5 août 2005 modifiée.

45 Modification de l'article 2, paragraphe 3.

46 Modification de l'article 2 par le nouveau paragraphe 5.

47 Nouveau paragraphe 6 ajouté à l'article 2.

Plus fondamentales encore sont les dispositions nouvelles insérées à l'article 5 de la loi par les ajouts au paragraphe (2) et le nouveau paragraphe (4) qui consacrent *la dépossession par le seul fait du contrat*.

S'agissant de la dépossession des instruments financiers transmissibles par inscription en compte, le point a) du paragraphe (2) consacre la dépossession, outre par les modes actuels de dépossession, i) par la conclusion du contrat de gage si le dépositaire des instruments financiers est le créancier gagiste et ii) par un accord entre le constituant du gage, le créancier gagiste et le dépositaire notifiés au dépositaire, selon lequel le dépositaire agira conformément aux instructions du créancier gagiste concernant les instruments financiers et sans autre accord du constituant du gage.

S'agissant du gage de créances, le nouveau paragraphe (4) ajouté à l'article 5 dispose que la dépossession se réalise à l'égard du débiteur et des tiers par la conclusion du contrat de gage et sans donc que, comme par le passé, le gage ait été notifié au débiteur de la créance[48], avec la seule restriction que le débiteur d'une créance donnée en gage se libère valablement entre les mains du constituant du gage tant qu'il n'a pas connaissance de la constitution du gage.

18. Dans le domaine des sûretés, sur un terrain spécifique, il faut signaler la loi du 28 mai 2008 portant approbation de la convention du Cap du 16 novembre 2001 relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipement mobile et de son protocole portant sur les questions particulières au matériel d'équipement aéronautique[49].

L'objet de cette loi est tout d'abord de confirmer l'adhésion du Luxembourg à la convention du Cap et à son protocole. L'objectif de la convention est de poser des règles efficaces pour le financement de matériel d'équipement mobile qui comprend, selon l'article 2, paragraphe 3, les cellules d'aéronefs, les moteurs d'avions, les hélicoptères, le matériel roulant ferroviaire et les biens spatiaux. L'objectif du protocole est d'appliquer ces règles aux « biens aéronautiques »[50].

Le chapitre III détermine, à l'article 8, les mesures qui sont à la disposition du créancier garanti en cas d'inexécution des obligations du débiteur. Ces mesures, pour autant que le constituant de la garantie y ait consenti, sont les suivantes : prendre possession du bien grevé à son profit ou en prendre le contrôle ; vendre ou donner à bail ce bien ; percevoir tout revenu ou bénéfice produit par la gestion ou l'utilisation d'un tel bien. L'article 9 prévoit

---

48 *Doc. parl.*, nº 6164, p. 48.

49 *Cf.* J.-L. Schaus, « Les sûretés réelles sur aéronefs en droit luxembourgeois », *Annales de droit luxembourgeois*, 2010, vol. 20, pp. 183 et s.

50 Exposé des motifs, *Doc. parl.*, nº 5698, p. 2.

que le créancier garanti et les personnes intéressées peuvent convenir que la propriété du bien grevé sera transférée au créancier en règlement de tout ou partie des obligations garanties. L'article 13 permet de prendre des mesures provisoires en cas d'inexécution des obligations du débiteur consistant dans la conservation du bien, sa mise en possession, son contrôle ou sa garde, l'immobilisation du bien, le bail ou la gestion du bien et ses revenus.

Ces mesures répondent, comme le signale l'exposé des motifs[51], à la nécessité de permettre la continuité de l'exploitation du bien financé et la mobilité du bien investi, l'immobilisation d'un gros aéronef entraînant des pertes financières considérables.

On voit que la convention n'institue pas des types ou modalités de sûretés, qui sont réservés au droit national sur les sûretés, y compris la loi du 29 mars 1978 concernant la reconnaissance des droits sur l'aéronef, et au contrat entre les parties, comme le montre la référence de l'article 8 à la condition que le constituant de la garantie ait consenti aux mesures prévues par la convention. Ce consentement est, dans les faits, assuré par des types de contrat habituels pour le financement de tels biens.

Pour l'opposabilité internationale des droits du créancier, ses droits doivent faire l'objet d'une inscription au registre international institué par le chapitre IV de la convention[52].

Parallèlement, l'adhésion à la convention du Cap et à son protocole a entraîné, par la loi de même date, certaines modifications à la loi du 29 mars 1978 concernant la reconnaissance des droits sur aéronefs pour certaines catégories de biens aéronautiques.

Section 5
Le domaine du droit des sociétés[53]

19. Le chroniqueur de l'évolution législative de la décennie 1993 à 2003 avait exprimé ses regrets[54] sur le fait que cette décennie n'avait apporté aucun véritable progrès de fond au droit des sociétés, alors pourtant que la loi du 10 août 1915, bien que souvent modifiée, appelait à la réforme sur beaucoup de chapitres.

---

[51] *Doc. parl.*, nº 5698, p. 3.

[52] Commentaire des articles, *Doc. parl.*, nº 5698, p. 26.

[53] *Cf.* Fr. Fayot et C. Martins Costa, « Chronique droit des sociétés 2002-2006 », *Annales du droit luxembourgeois*, 2006 et « Chronique droit des sociétés 2006-2012 », *Annales du droit luxembourgeois*, 2011.

[54] *Op. cit.*, nº 24.

Il en est tout autrement de la décennie examinée où les changements sont nombreux et importants. Il est vrai que ces changements sont, dans leur plus grande partie, à mettre sur le compte du droit européen et international, sans vouloir pour autant sous-estimer certains apports nationaux, même s'ils reposent, du moins en partie, sur des exemples de droit étranger.

Cette évolution ne se limite d'ailleurs pas aux modifications intervenues au sein de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales (désignée ci-après comme LSC). Aussi a-t-il paru préférable, par exemple, d'inclure dans ce chapitre consacré au droit des sociétés également des développements qui n'affectent que les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. S'il est vrai que ce domaine est tout autant lié aux valeurs mobilières, ces changements produisent cependant leur effet, de façon majeure, sur le droit des sociétés.

Sous-section 1
Droit général des sociétés

20. La première en date des lois à noter dans la décennie est celle du *10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières*, modifiée par la loi du 3 juillet 2012. Cette loi, issue des directives 2003/71/CE du 4 novembre 2003 et 2010/73/UE, sera traitée principalement sous le chapitre de la législation sur les marchés réglementés[55]. Elle mérite cependant d'être relevée ici en ce qu'elle abroge les articles 33 à 36 et 80 à 84 de la LSC qui contenaient des dispositions surannées, et dépassées depuis longtemps par la pratique de la CSSF, sur l'exposition, l'offre et la vente publique d'actions, titres ou parts bénéficiaires et d'obligations. Elle abroge aussi une disposition devenue particulièrement irritante sur les plans européen et international, celle de l'article 161 LSC concernant l'interdiction de vente d'actions de sociétés étrangères représentant des apports en nature[56].

21. La *loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière* contient à son article 12 des dispositions destinées à permettre ou à faciliter la mise en gage des parts d'une société à responsabilité limitée et la réalisation de ce gage, rendue pratiquement impossible jusqu'à présent par les dispositions de l'article 189 de la LSC.

La réalisation est dorénavant possible selon que le gage porte sur toutes les parts d'une telle société ou que l'agrément a été donné avant la réalisation du gage, enfin selon que la réalisation se fait par vente publique, avec, le cas

[55] *Infra*, n°s 120 et s.

[56] *Op. cit.*, n°s 1-24.

échéant, le droit des associés de racheter les parts nanties au prix de la réalisation.

22. La *loi du 21 décembre 2006 modifiant la loi du 10 août 1915* a apporté à cette loi des changements que la pratique avait réclamés depuis longtemps. Ainsi, le taux minimum par action ou coupure qui figurait à l'article 37 LSC, dernier alinéa, disposition inutile et gênante, fut supprimé, de même que la disposition correspondante de l'article 182 LSC pour les sociétés à responsabilité limitée, et encore la disposition totalement surannée concernant, à l'article 2, alinéa 5, LSC, « l'autorisation accordée par le mari à la prise de participation de sa femme dans une société ».

23. La *loi du 25 août 2006, qui concerne surtout la société européenne*, introduit en droit luxembourgeois, et donc également pour la société européenne, la *société anonyme unipersonnelle*. Pour rappel, alors que la loi du 10 août 1915, à l'origine, exigeait sept actionnaires, que la loi du 24 avril 1983[57] avait réduit le nombre minimum des actionnaires à deux, le nouvel article 23 (1), LSC, prévoit que la société anonyme est constituée « par une ou plusieurs personnes ».

24. L'article V de la *loi du 23 mars 2007, portant modification de la loi modifiée du 10 août 1915*, en complétant l'article 3, LSC, prévoit la constitution sous forme de l'un des six types de sociétés commerciales des sociétés à objet civil et facilite la transformation des sociétés en celles d'un autre type. En outre, cette disposition, par suppression du premier alinéa de l'article 32-1 (3), LSC, simplifie les augmentations de capital par souscription.

25. La *loi du 10 juin 2009, par transposition de la directive 2006/68/CE* du 6 septembre 2006 modifiant la directive antérieure 70/91/CEE, apporte à son tour des simplifications aux modalités de constitution des sociétés anonymes et de maintien et de modification de leur capital. La simplification quant aux modalités de constitution des sociétés anonymes porte surtout sur certains allègements aux conditions de l'article 26-1, LSC, concernant les apports autres qu'en numéraire en facilitant ces apports sous certaines conditions lorsqu'il s'agit de marchés d'instruments financiers ou d'instruments du marché monétaire négociés sur un marché réglementé, ou encore en présence d'une évaluation par un réviseur d'entreprises intervenu depuis moins de six mois avant la réalisation effective de l'apport, ou enfin dans le cas où il s'agit de valeurs mobilières dont la juste valeur est établie lors des contrôles légaux des comptes. Par ailleurs, cette loi apporte des allègements aux articles 49-2 et

[57] Par modification de l'article 26.

suivants LSC, notamment en supprimant à l'article 49-2 la limite de l'acquisition d'actions propres de 10 %.

26. La loi du 12 juillet 2013 apporte des modifications intéressantes à la LSC. Comme l'indique son intitulé, cette loi intervient dans le cadre de la transposition de la directive 2011/61/UE *sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs*. L'exposé des motifs, sous son paragraphe VI, explique les raisons pour la création, à côté de la société en commandite simple que la loi se propose de moderniser, d'une *société en commandite spéciale*, dépourvue de personnalité juridique, dans le sillage du *limited partnership* anglais. Ce type de société qui présente, selon les praticiens, un attrait particulier pour les fonds de type *venture capital* ou de *private equity*, vient donc rejoindre à l'article 2, LSC, les sociétés commerciales qui ne constituent pas une individualité juridique distincte de celles des associés[58].

À cette occasion, les auteurs de la loi ont jugé bon de moderniser les dispositions des articles 16, LSC, et suivants concernant la *société en commandite simple*. L'exposé des motifs comporte un historique de la société en commandite qui remonte jusqu'au droit romain, mais constate que la pratique fait un usage limité de ce type de société qui a pourtant, dans un passé moins récent, été utilisé dans le cadre familial pour les associés n'intervenant pas dans la gestion de la société, mais participant à son capital et à ses bénéfices. L'attrait fiscal de ce type de société est d'éviter une double imposition économique au niveau du bénéfice des sociétés de capital et des dividendes distribués par celles-ci. Cet attrait est actuellement moindre eu égard à un taux relativement modéré de l'impôt sur les sociétés et de l'exonération par moitié des dividendes[59].

L'exposé des motifs justifie la modernisation de ce type de société par le souci d'en accentuer le caractère institutionnel par rapport à la liberté contractuelle[60]. Pourtant ces nouveaux textes, et c'est heureux, réservent une place importante au « contrat social », à tel point que l'article 19, alinéa 2, LSC, du projet de loi avait prévu qu'un associé pouvait être exclu du partage des profits ou affranchi de sa part des pertes dans les cas expressément prévus au contrat social ». Le Conseil d'État[61] s'est opposé formellement à cette disposition,

---

58 *Cf.* I. Corbisier, « La société en commandite spéciale : finalité et caractéristiques », *JTL*, 5 octobre 2013, n° 29, p. 119. Voy. au présent ouvrage K. Panichi, O. Gaston-Braud et L. Schummer, « Les sociétés en commandite luxembourgeoises : des véhicules d'investissement adaptés aux besoins des investisseurs ».

59 Article 115, LIR, *sub* 15a, introduit par la loi du 22 décembre 1993.

60 Exposé des motifs, p. 7, premier alinéa.

61 *Doc. parl.*, n° 6471/2.

rappelant que l'article 1855 du Code civil exclut les clauses léonines, alors que ce nouveau texte aurait permis, si le contrat social en dispose ainsi, d'exclure un associé du partage des profits. La commission parlementaire s'étant ralliée à l'avis du Conseil d'État[62], la disposition critiquée n'apparaît plus dans le texte de la loi.

Quant à la nouvelle société en commandite spéciale prévue aux articles 22-1 et suivants du projet, les dispositions qui la concernent suivront, pour leur majorité, celles régissant les sociétés en commandite simple.

27. Il faut enfin signaler, dans le contexte du droit des sociétés, la loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés et le projet de loi nº 6625 relative à l'immobilisation des actions et parts au porteur, déposé le 4 octobre 2013. Dans la mesure où ces dispositions concernent essentiellement la nature et la circulation des titres, il a paru préférable de les examiner à la section 7 traitant des valeurs mobilières sous la sous-section 2[63].

Dans l'évolution de cette décennie, pourtant riche en développements concernant le droit des sociétés, on ne manquera pas de noter une absence importante, celle de la loi qui aurait dû résulter du projet de loi 5730 *portant modernisation de la loi du 10 août 1915*. Ce projet, très ambitieux par la généralité de son objet, a rencontré de nombreuses objections, telles qu'à l'égard des propositions qui auraient rapproché, dans une large mesure, le régime des sociétés à responsabilité limitée de celui des sociétés anonymes, proposition critiquée par les praticiens soucieux, entre autres, de sauvegarder le régime fiscal particulier de société de personne réservé dans le droit de certains États, tels que les États-Unis, aux sociétés à responsabilité limitée. Le projet de loi a connu d'importants amendements proposés par la Commission juridique[64], suivis par l'avis du Conseil d'État du 23 février 2010[65], ce qui fait que la réalisation de ce projet de loi n'interviendra qu'au cours de la prochaine décennie[66].

---

62 *Doc. parl.*, nº 6471/7.

63 *Infra*, nºs 61 et s.

64 *Doc. parl.*, nº 5730/3.

65 *Doc. parl.*, nº 5730/4.

66 Quant au régime des sociétés à responsabilité limitée qui n'a pas subi d'autres modifications, *cf.* D. Boone, « The distribution of interim dividends by a *société à responsabilité limitée* », *Bulletin Droit et Banque*, nº 41, p. 33, qui constate que la loi du 24 avril 1983 régissant les dividendes intérimaires, issue de la deuxième directive sociétés, ne s'applique pas aux sociétés à responsabilité limitée et que même le projet de loi nº 5730 qui aurait cependant apporté des modifications fondamentales au régime des sociétés à responsabilité limitée ne comporte, à ce stade, pas de modification sous ce rapport.

Sous-section 2
La société européenne

28. La *loi du 25 août 2006 concernant la société européenne (SE), la société anonyme à directoire et conseil de surveillance et la société anonyme unipersonnelle* est évidemment avant tout le résultat de l'initiative européenne. Cependant, ainsi qu'il avait déjà été relevé dans la chronique précédente[67], l'apport du législateur national a été nécessaire dès lors que le règlement CE nº 2157/2001 du 8 octobre 2008 laissait place, sur un grand nombre de points, à l'application du droit national concernant la société anonyme et réservaient à ce droit et aux États membres des options importantes. C'est la raison pour laquelle les dispositions sur la société européenne ont été incorporées dans les chapitres correspondants de la LSC[68].

L'une des options consistait à choisir entre le système moniste du conseil d'administration traditionnel chez nous et le système dualiste du directoire avec conseil de surveillance[69]. La loi a décidé de permettre d'opter pour l'un ou pour l'autre de ces systèmes, et ce, non seulement dans le cadre de la société européenne elle-même, mais également dans les sociétés anonymes de droit national[70].

De même, la loi a repris, à la fois dans le cadre de la société européenne et dans celui des sociétés anonymes en général, des règles de gouvernance d'entreprise qui s'inspirent du règlement et qui figuraient d'ailleurs, en pratique, dans un certain nombre de statuts de sociétés anonymes.

29. L'article 7 du règlement prévoit que le siège de la société européenne est situé au lieu de son administration centrale. Il n'est pas inutile de rappeler qu'à l'origine la loi du 10 août 1915 ne contenait aucune disposition expresse sur les critères de détermination du domicile d'une société luxembourgeoise. La loi du 23 mai 1999 avait introduit une disposition déclarant que le domicile d'une société est établi à son principal établissement et que le principal établissement est présumé être au lieu du siège social. C'est en suivant l'article 7 du règlement que la loi du 25 août 2006 a inséré à l'article 2, LSC, la disposition selon laquelle le domicile de toute société commerciale est situé au siège de l'administration centrale de la société, et que l'administration centrale est présumée, jusqu'à preuve du contraire, coïncider avec le lieu du siège statu-

---

67 *Sub* 1-25.

68 *Cf.* J.-P. Spang, « Réflexion sur la société européenne et le droit commun des sociétés », *Bulletin Droit et Banque*, nº 36, p. 3.

69 *Doc. parl.*, nº 4992.

70 Par l'introduction des articles 60*bis*-1 à 60*bis*-19 dans la loi sur les sociétés commerciales.

taire de la société. Cette disposition régit l'ensemble des sociétés commerciales luxembourgeoises, quel qu'en soit le type, au même titre que la société européenne elle-même[71] [72].

30. Il est difficile de se faire une idée sur la réception par le Luxembourg du régime de la société européenne. Au 31 décembre 2012, il existait 54 sociétés européennes de droit luxembourgeois[73].

Sous-section 3

Fusions, scissions, transferts d'actifs de branches d'activité et d'universalité

31. La *loi du 23 mars 2007* (première loi de cette date) *portant modification de la loi modifiée du 10 août 1915* étend les dispositions sur les fusions et les scissions à toutes les sociétés dotées de la personnalité juridique et aux groupements d'intérêt économique, alors que, jusque-là, aux termes de l'article 257, LSC, les dispositions concernant les fusions et cessions ne s'appliquaient qu'aux sociétés anonymes de droit luxembourgeois. À ce stade, en vertu des termes « toutes les sociétés dotées de la personnalité juridique en vertu de la présente loi », ces dispositions ne concernaient toujours que les sociétés de droit luxembourgeois. Cependant, une deuxième loi de même date *portant modification des articles 271, 273*bis *et 276 de la loi modifiée du 10 août 1915* venait régler les modalités de la fusion par absorption d'une société de droit étranger.

32. La première loi du 23 mars 2007 avait en outre, par insertion de deux nouvelles sections, dans les articles 308*bis*-1 à 308*bis*-5, LSC, régi les *transferts d'actifs de branches d'activité et d'universalité* et, dans les articles 308*bis*-6 à 308*bis*-14, LSC, les *transferts du patrimoine professionnel*.

33. La *loi du 10 juin 2009 concernant les fusions transfrontalières* complète les dispositions dans ce domaine. L'intitulé de cette loi, lorsqu'il se réfère aux fusions transfrontalières de « sociétés de capitaux », peut induire en erreur.

---

[71] Quant à la distinction entre la théorie du siège réel et celle du siège de l'incorporation et quant à la comparaison de l'option prise par le règlement par rapport à la jurisprudence de la Cour de justice des Communautés européennes, *cf.* rapport de la Commission juridique, *Doc. parl.*, nº 5352/7, p. 7.

[72] Pour un ensemble important de doctrine sur la notion du siège social, *JTL*, 5 février 2009, nº 1, P.-H. Conac, « Le siège social en droit luxembourgeois des sociétés », A. Steichen, « Le siège social au regard du droit fiscal », Ph. Hoss, « Siège social et secteurs réglementés », S. Jacoby, « Le siège social au regard des procédures d'insolvabilité » et A. Prüm, « Observations de synthèse ».

[73] Source STATEC.

Les dispositions des articles 6 à 32 de cette loi qui modifient les articles de la LSC concernant les fusions et scissions s'appliquent en réalité non seulement aux sociétés anonymes, mais à toutes les sociétés dotées de la personnalité juridique et aux groupements d'intérêt économique.

Par contre, certaines dispositions, qui proviennent de la transposition de la directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005, peuvent ne pas s'imposer, dans les fusions transfrontalières, aux sociétés autres que les sociétés anonymes. En effet, l'article 6 de la loi remplaçant l'alinéa 3 de l'article 257 de la loi du 10 août 1915 dispose que ces opérations transfrontalières s'appliquent pour autant que le droit national de la société étrangère ou du groupement d'intérêt économique étranger ne s'y oppose pas et pour autant que ces sociétés ou groupements se conforment aux dispositions du droit national dont ils relèvent.

34. La *loi du 3 août 2011 portant modification de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales* transpose la directive 2009/109/CE du 16 septembre 2009 en introduisant, dans les sections traitant des fusions et scissions de la loi sur les sociétés commerciales, des obligations en matière de rapport et de documentation.

Sous-section 4
La domiciliation des sociétés[74]

35. La chronique 1993-2003 faisait état des difficultés auxquelles donnait lieu la domiciliation des sociétés « faisant partie du même groupe » au regard des dispositions, d'une part de la loi du 31 mai 1999, modifiée par la loi du 19 décembre 2002, d'autre part de la loi sur le secteur financier en son article 28-1 par la loi du 19 décembre 2002[75].

On rappelle que, lors des travaux préparatoires qui ont abouti à la loi du 2 août 2003, la Chambre de commerce avait proposé d'insérer dans la loi sur la domiciliation des sociétés le même texte que celui qui figurait déjà à l'article 28-1, paragraphe 1, de la loi relative au secteur financier (actuellement l'article 28-9 de cette loi), visant l'inapplication des dispositions concernant les domiciliataires de sociétés pour toute société domiciliée « auprès d'une entreprise faisant partie du même groupe »[76]. Cette proposition, qui avait recueilli l'accord du Conseil d'État dans son avis du 3 juin 2003[77], n'avait pas été retenue

[74] Voy. au présent ouvrage J. Brucher, M. Bena et N. Bernardy, « La domiciliation de sociétés en droit luxembourgeois ».

[75] *Op. cit.*, n°s 1-28.

[76] *Doc. parl.*, n° 5085/1, pp. 3 et 4.

[77] *Doc. parl.*, n° 5085/2, p. 7.

par la Commission des finances et du budget[78] qui estimait que la modification apportée à l'article 28-1 de la loi relative au secteur financier était suffisante.

L'incertitude juridique qui en résultait a finalement trouvé sa solution dans la *loi du 13 juillet 2007*[79] qui a inséré dans l'article 1er (4) de la loi du 31 mai 1999 la déclaration de non-applicabilité de cette loi « à la domiciliation d'une société auprès d'une entreprise faisant partie du même groupe ».

Sous-section 5

Registre de commerce et des sociétés

36. La *loi du 20 avril 2009 sur le dépôt par voie électronique auprès du registre de commerce et des sociétés* est venue modifier la loi du 19 décembre 2002. L'objet de la modification était en premier lieu de transposer la directive 2003/58/CE du 15 juillet 2003 qui imposait aux États membres de permettre aux usagers du registre de commerce et des sociétés de pouvoir déposer par voie électronique les actes et indications soumis à publicité en vue de leur numérisation et de l'obtention de copies et de leur certification par voie d'une signature électronique.

D'autre part[80], les auteurs du projet de loi ont voulu profiter des quatre années d'expérience depuis la reprise du registre de commerce et des sociétés par le GIE RCSL pour intégrer dans la loi certains principes et procédures nés de la pratique[81].

La nouveauté touche notamment, dans la modification de l'article 16[82], à la protection de l'enseigne, en ce sens que le gestionnaire du registre de commerce et des sociétés vérifie si l'enseigne commerciale des commerçants personnes physiques à inscrire n'est pas déjà inscrite au registre de commerce et des sociétés, quel que soit le lieu d'établissement du commerçant, alors

---

78 *Doc. parl.*, nº 5085/3.

79 Relative aux marchés d'instruments financiers.

80 Rapport de la Commission juridique, *Doc. parl.*, nº 5716/7, p. 2.

81 Quant aux informations qui rentrent dans l'obligation d'acceptation par le registre, Cour, 14 janvier 2009, nº 3371 (2), commenté par Fr. Fayot et C. Martins Costa *in Annales du droit luxembourgeois*, 2011, *op. cit.*, p. 232 ; quant à la sanction de l'absence ou de retard de dépôt, *cf.* jurisprudence citée *op. cit.*, p. 249 ; quant au caractère « non purement matériel » des infractions aux obligations de publication de bilan, Cour de cassation, 25 février 2010, *JTL* 15 décembre 2010, nº 11, p. 183, avec observation C. Basecqz, « Le rejet des infractions purement matérielles en droit pénal et la consécration d'un élément moral pour toute infraction » et conclusions de l'avocat général J. Petry, p. 174, voy. encore Cour, 6 juillet 2010 ; Cour, 12 juillet 2011, *JTL* 20 octobre 2011, nº 17, p. 128.

82 Voy. au présent ouvrage E. Omes, « De l'importance du choix de la dénomination sociale dans le secteur financier ».

qu'antérieurement l'usage de la même enseigne pouvait être accepté si les établissements se trouvaient dans des communes différentes[83].

Sous-section 6
La profession d'audit

37. La *loi du 18 décembre 2009 relative à la profession de l'audit*, exceptionnellement volumineuse, issue de la directive 2006/43/CE du 17 mai 2006, modifiée encore par une loi du 27 octobre 2010, procède à une refonte de la profession de réviseur d'entreprises[84] et touche directement au régime des sociétés commerciales par ses dispositions spéciales concernant le contrôle légal des comptes des « entités d'intérêt public ». Cette nouvelle notion vise, par la définition 19 de la loi, les sociétés dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, les établissements de crédit et les entreprises d'assurance. Elle leur impose notamment, par son article 73, l'obtention d'un rapport de transparence de la part des réviseurs et, par son article 74, l'institution d'un comité d'audit.

Sous-section 7
Les normes comptables internationales

38. La loi du 10 septembre 2009[85] introduit les *normes comptables internationales pour les entreprises*. Elle insère ces dispositions dans la loi modifiée concernant le registre de commerce et des sociétés et la comptabilité des comptes annuels des entreprises ainsi que dans la LSC. Elle s'applique, au terme de son article 1er (1), aux entreprises visées par l'article 8 du Code de commerce à l'exception des commerçants personnes physiques et des sociétés en nom collectif et en commandite simple visées par l'article 13 du Code de commerce. Elle n'est pas applicable aux établissements de crédit et aux sociétés d'assurance et de réassurance ainsi qu'aux sociétés d'épargne-pension à caractère variable, sociétés soumises à des régimes comptables particuliers.

Par contre, elle s'applique aux sociétés d'investissement et aux sociétés de participation financière visées aux articles 30 et 31 de la loi du 19 décembre 2002, sauf toutefois que, par dérogation, les sociétés d'investissement établissent leurs comptes annuels conformément aux règles fixées sur la base

---

83 *Doc. parl.*, nº 5716/7, *ad* point 13, p. 3.

84 Voy. au présent ouvrage Fr. Mousel, « Le rôle des réviseurs d'entreprises agréés en matière de contrôle légal des comptes et en matière de surveillance microprudentielle des établissements de crédit ».

85 Cette loi fait l'objet d'un projet de loi de modification nº 6379.

de l'article 110, (5) et (7), de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif.

L'article 26 de cette loi réserve toutefois aux entreprises qui y sont soumises la faculté d'incorporer d'autres états financiers dans les comptes annuels en sus des documents visés par les normes comptables internationales, en d'autres termes, les comptes généralement désignés comme « Lux-GAAP ».

Sous-section 8

Dispositions concernant les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé ou non réglementé

§ 1. Les offres publiques d'actions et le retrait et le rachat obligatoires

39. La chronique de la décennie antérieure avait touché à ce sujet sous le titre consacré à la législation boursière. Il paraît plus approprié, puisque les offres dont il s'agit à cet égard sont celles des actions de sociétés et des autres titres donnant droit de vote aux assemblées générales, d'examiner ce développement sous le droit des sociétés dans la présente sous-section traitant des sociétés cotées, s'agissant, selon la terminologie actuelle, de celles dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé.

De grands pas législatifs ont été réalisés dans ce domaine.

40. La *loi du 19 mai 2006 portant transposition de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition* (ci-après « la loi OPA ») avait pour objet de remédier à une importante lacune de notre régime de sociétés.

Déjà au cours de la décennie précédente, la chronique avait pu noter une proposition de loi du 19 août 2002 concernant une réglementation et des procédures à suivre en cas de changement de contrôle d'une société cotée en bourse[86]. Un litige avait conduit à plusieurs décisions judiciaires, dont un arrêt de la Cour d'appel du 12 juillet 2006[87], suivi d'un arrêt de la Cour de cassation saisissant la Cour de justice des Communautés européennes par voie de questions préjudicielles. L'arrêt de la Cour de justice du 15 octobre

[86] Proposition du député Ben Fayot du 19 août 2002 qui fit l'objet d'une prise de position du gouvernement du 30 décembre 2002 proposant d'attendre la transposition de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition.

[87] *Bulletin Droit et Banque*, n° 38, p. 46, avec commentaire par Chr. Kremer et A. Colino, p. 61.

2009[88] avait conduit la Cour de cassation, par arrêt du 23 septembre 2010[89], à dire qu'il n'existait pas – en cet état – de « principe général de droit » selon lequel « les actionnaires minoritaires sont protégés par une obligation de l'actionnaire acquérant le contrôle d'une société d'offrir à ceux-ci de racheter leurs actions aux mêmes conditions que celles convenues lors de l'acquisition d'une participation conférant ou renforçant le contrôle de l'actionnaire dominant »[90].

Ces arrêts de la Cour de la justice et de la Cour de cassation se plaçaient, compte tenu des faits remontant à l'année 2001, sur le plan de la législation européenne et luxembourgeoise des sociétés avant l'avènement de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 qui, elle, a introduit l'obligation d'une offre publique d'acquisition en cas de changement de contrôle.

41. La loi du 19 mai 2006 s'applique aux sociétés dont les titres sont en tout ou en partie admis à la négociation sur un marché réglementé[91]. Elle réglemente les offres publiques d'acquisition à intervenir sur ces titres lorsqu'ils sont affectés du droit de vote[92]. Elle impose une offre publique obligatoire[93] lorsque l'offre suit ou a pour objectif[94] l'acquisition du contrôle de la société visée, le seuil de ce contrôle étant fixé[95] à un pourcentage de participation de 33,3 %.

La loi institue la Commission de surveillance du secteur financier comme l'autorité de contrôle des offres publiques d'acquisition[96] et détaille l'information publique à donner sur l'offre[97]. Elle détermine[98] les obligations de l'organe d'administration ou de direction de la société visée, qui doit notamment obtenir une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires avant

---

88 Affaire C-101/08.

89 *JTL*, 31 décembre 2010, n° 12, pp. 204 et s. *Cf.* aussi commentaire de cet arrêt par Ph.-E. Partsch, « Chronique de jurisprudence de droit bancaire et financier européen », *Bulletin Droit et Banque*, n° 45, p. 83. Voy. le commentaire de ces décisions par Fr. Fayot et C. Martins Costa, *Annales du droit luxembourgeois*, 2011, p. 280.

90 Le rapport de la Commission juridique de la Chambre des députés du 27 juin 2012 (*Doc. parl.*, n° 5978/10, pp. 3 et 4) rappelle ces décisions judiciaires dans ses « considérations ».

91 Article 1er, paragraphe (1).

92 Article 2 (1) *sub* a).

93 Article 5.

94 Article 2 (1) *sub* a).

95 Article 5 (3).

96 Article 4.

97 Article 6.

98 Article 6.

d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre[99] [100], et impose à ces sociétés[101] la publication d'une information détaillée sur les points visés. La loi[102] neutralise pendant la durée de l'offre les restrictions aux transferts de titres prévus dans les statuts de la société en les rendant inopposables à l'offrant.

Dans ses articles 15 et 16, la loi prévoit également le retrait obligatoire et le rachat obligatoire à la suite d'une offre publique d'actions à condition qu'« elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société ».

42. La loi OPA n'avait pas résolu tous les problèmes qui pouvaient se poser dans ce contexte. Tout d'abord, elle ne s'appliquait qu'aux sociétés dont, au moment et à partir de l'entrée en vigueur de la loi, les titres étaient admis à la négociation sur un marché réglementé. Elle était inapplicable à des sociétés qui, lors de l'entrée en vigueur de la loi, n'étaient plus admises à la négociation sur un marché réglementé et n'y furent pas admises ultérieurement. C'était le cas pour d'importantes sociétés luxembourgeoises du secteur financier ou de l'industrie qui avaient été cotées en bourse antérieurement à l'entrée en vigueur de la loi OPA, mais qui, ayant fait l'objet d'une offre publique, avaient été retirées de la cote et où, en fait, les actionnaires minoritaires ne représentaient plus qu'une partie très limitée, voire infime du capital, de sorte qu'aucun mécanisme de retrait ou de rachat obligatoires ne pouvait s'y appliquer.

En outre, le recours à la loi OPA allait, en ce qui concerne le retrait ou le rachat obligatoire, se révéler exclu également pour des sociétés dont les actions étaient restées admises à la négociation sur un marché réglementé, mais dont

---

[99] Article 10.

[100] Sur ce type d'action, sous l'époque *d'avant* la loi du 19 mai 2006, M. Elvinger, « Les défenses en matière d'acquisition des sociétés », *in Droit bancaire et financier au Grand-Duché de Luxembourg*, 1994, vol. 2, p. 1001 ; L. Schummer, « Les offres publiques d'achat. Réglementation et pratique luxembourgeoises du droit bancaire et financier », *in Droit bancaire et financier au Luxembourg*, 2004, p. 1185 ; M. Elvinger, « Les minoritaires en droit des affaires », *Annales de droit luxembourgeois*, vol. 15, 2005. Sur la période *d'après* la loi du 19 mai 2006, M. Rasqué Da Silva, « Les mesures de défenses anti-OPA suite à la 13e directive : une étude à la lumière de l'affaire *Arcelor* », *in Annales de droit luxembourgeois*, vol. 17-18, 2007-2008, p. 441 ; A. Schmitt, « Les offres publiques d'acquisition au Grand-Duché de Luxembourg (loi du 19 mai 2006) », *in JTL*, 2006, n° 6231, p. 445 ; L. Schummer et R. Falconi, « Implementation of the European Takeover Directive in Luxembourg », *in The European Takeover Directive and its implementation*, sous la direction de P. Van Hooghten, Oxford University Press, 2009 ; J. Graas, « La validité de la *poison pill* éclairée par l'expérience française », *in Annales du droit luxembourgeois*, vol. 20, 2010.

[101] Article 11.

[102] Article 12.

des actionnaires majoritaires détenaient déjà le contrôle à raison du seuil de 33 1/3 % au moment de l'entrée en vigueur de la loi[103] [104].

43. La *loi du 21 juillet 2012, relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés admis ou ayant été admis à la négociation sur un marché réglementé ou ayant fait l'objet d'une offre au public*, est appelée à remplir cette lacune[105].

Cette loi s'applique[106] aux sociétés ayant leur siège social au Luxembourg et dont les titres sont admis à la négociation sur au moins un marché réglementé, soit au Luxembourg, soit dans un autre État membre de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen, mais aussi aux sociétés ayant leur siège au Luxembourg dont les titres ont été admis dans le passé sur un tel marché réglementé, mais ne le sont plus et, enfin, aux sociétés dont les titres ont fait l'objet d'une offre au public lorsque le début de l'offre ne remonte pas à plus de cinq ans.

La condition de l'exercice du retrait et du rachat est qu'un détenteur détienne, seul ou avec des personnes agissant de concert avec lui, directement ou indirectement, des titres lui conférant au moins 95 % du capital assorti de droit de vote et 95 % des droits de vote de la société[107].

Selon les articles 4 et 5 de la loi, le retrait et le rachat obligatoires doivent s'exercer « à un juste prix sur base de méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cession d'actifs »[108].

La loi détermine des obligations de notification destinées à garantir le droit au retrait ou au rachat à charge de l'actionnaire majoritaire dès qu'il atteint les seuils de 95 %. D'autre part, elle définit dans les plus grands détails la procédure à suivre par l'actionnaire majoritaire qui exerce le retrait obligatoire[109]

---

[103] *Cf.* A. Elvinger, « Le "Squeeze-out" et "Reverse squeeze-out" », *Bulletin Droit et Banque*, n° 50. Voy. au présent ouvrage J. Loesch, « Loi du 21 juillet 2012 relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés. Le cas des actions privilégiées sans droit de vote et des parts bénéficiaires », et Fr. Warken, « Retrait obligatoire et rachat obligatoire ».

[104] Quant aux cas où les conditions d'application du retrait ou du rachat obligatoires avaient été réunies sous le régime de la loi de 2006, *cf.* A. Elvinger, *op. cit.*, n° 5.

[105] Quant à la genèse difficile de cette loi, *cf.* A. Elvinger, *op. cit.*, n°s 6 à 11.

[106] Article 2.

[107] Quant aux conditions précises du pourcentage et des limites de temps, *cf.* A. Elvinger, *op. cit.*, n°s 18 et s.

[108] Quant à la définition du juste prix, *cf. op. cit.*, n° 25.

[109] Article 4, paragraphe (3).

ainsi que les modalités, le cas échéant au moyen de rapports d'expertise, pour la détermination du juste prix[110].

Un recours contre les décisions de la CSSF est prévu par la loi[111]. Il s'agit d'un recours en annulation, sauf pour les décisions de sanction que la CSSF peut être appelée à prendre, qui, elles, sont soumises à un recours en pleine juridiction[112].

§ 2. Dispositions concernant les droits des actionnaires aux assemblées générales des sociétés cotées

44. La *loi du 24 mai 2011 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires aux assemblées générales des sociétés cotées* trouve application[113] aux sociétés de droit luxembourgeois dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre de l'Union européenne et, le cas échéant, aux sociétés négociées sur un marché autre que ceux de l'Union européenne lorsque leurs statuts déclarent applicable cette loi. Par contre, sont exclus de l'application de la loi les organismes de placement collectif et les sociétés coopératives[114].

La loi précise[115] les informations préalables à l'assemblée générale qui s'imposent à ces sociétés et la documentation que ces sociétés doivent mettre à disposition des actionnaires à partir du jour de la publication.

Les actionnaires disposant ensemble d'au moins 5 % du capital social sont en droit[116] de demander l'inscription de points à l'ordre du jour de l'assemblée et de déposer des projets de résolution. Il est rappelé que, pour les sociétés anonymes en général, ce droit n'est admis qu'à partir d'un seuil de 10 %[117].

Les actionnaires de ces sociétés sont[118] affranchis des formalités qui, préalables à l'assemblée générale, s'appliqueraient autrement à leurs sociétés. Notamment, la loi introduit[119] une date, celle du quatorzième jour qui précède

---

110 La CSSF est, aux termes de l'article 6, l'autorité compétente pour veiller à l'application de la loi et lui réserve les compétences et pouvoirs nécessaires pour remplir ces fonctions.

111 Article 8 de la loi.

112 Quant à la portée de ces recours, *cf. op. cit.*, n°s 41 et s.

113 Article 1er (1).

114 Article 1er (2).

115 Article 3.

116 Article 4.

117 Article 70, LSC, tel que modifié par la loi du 25 août 2006 ; avant cette modification, le seuil était de 20 %.

118 Article 5.

119 Article 5 (2).

l'assemblée générale, comme étant déterminante pour le droit de participation à l'assemblée générale. La loi comporte, entre autres, certains autres allègements, tels que le droit de participer à l'assemblée par voie électronique[120] et par vote à distance[121] ; elle précise le droit de poser des questions[122] ; elle détermine[123] les modalités par lesquelles le résultat des votes doit être annoncé.

§ 3. La gouvernance d'entreprise

45. Le plan d'action 2003 de la Commission européenne visant notamment le renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne a amené le conseil d'administration de la Bourse de Luxembourg à faire élaborer un ensemble de règles de gouvernance d'entreprise pour les sociétés luxembourgeoises dont les actions sont cotées en Bourse de Luxembourg, ce qui a abouti en 2006 à l'établissement des *Dix principes de gouvernance d'entreprise de la Bourse de Luxembourg*, suivi d'une deuxième édition en 2009 et d'une troisième le 15 mars 2013[124] [125].

Les *Dix principes* comprennent les *principes généraux* qui sont obligatoires (« *comply* »), et, pour chacun de ces principes, des *recommandations* auxquelles les sociétés ont soit à se conformer, soit à expliquer pourquoi elles y dérogent (« *comply or explain* »), enfin des *lignes de conduite* qui constituent des conseils sur la manière appropriée pour une société d'appliquer ou d'interpréter les recommandations.

Le président du groupe de travail, dans son avant-propos, constate que « la gestation de la troisième édition des *Dix principes* s'est faite dans une période dominée d'un côté par les chocs provoqués par de nouvelles révélations de situations de mauvaise gouvernance et, de l'autre, par une recrudescence des efforts des législateurs de discipliner les comportements des acteurs de façon de plus en plus minutieuse et pointue ». Les principes trouveraient leur place, précisément en raison de leur plus grande flexibilité, devant la constatation que la législation n'arrivera jamais à faire disparaître complètement la mauvaise gestion de certaines entreprises. Les *Dix principes*, dit encore le président du groupe de travail, « touchent les domaines de la transparence, des

---

[120] Article 6.

[121] Article 10.

[122] Article 7.

[123] Article 11.

[124] *Cf.* avant-propos par Fr. Wagener, président du conseil d'administration de la Bourse, et par A. Georges, président du groupe de travail.

[125] Voy. au présent ouvrage, A. Schmitt et A. Waisse, « La *corporate governance* au Grand-Duché de Luxembourg. État des lieux et perspective ».

valeurs et de la déontologie ; ils aspirent à l'idéal du "bon père de famille" […] cet archétype du Code civil […] qui doit avoir son équivalent, dans le domaine de la gouvernance des sociétés, dans la personne du dirigeant avisé, diligent et soucieux des intérêts sociaux qui lui sont confiés comme s'il s'agissait des siens propres ».

46. Reste à déterminer la nature juridique des principes et des recommandations qui se disent « impératives ». Il est évident qu'elles n'ont pas force de loi. Ils pourraient tirer leur caractère contraignant du fait que leur adoption par les sociétés cotées constituerait une condition de leur maintien à la cote. Ce but pourrait être atteint par l'exigence d'une charte de gouvernance d'entreprise reprenant les *Dix principes* et par une déclaration y afférente aux rapports annuels des sociétés. Curieusement, le règlement d'ordre intérieur de la Bourse, même en son édition 2013, ne renseigne, dans la liste des conditions d'admission, ni l'adhésion aux *Dix principes* ni la remise d'une charte de gouvernance.

La question se posera le jour où un actionnaire ou, le cas échéant, un curateur ou liquidateur à la suite de l'insolvabilité d'une société, se dira lésé par la non-observation des *Dix principes* ou des recommandations et agira en justice pour réclamer des dommages-intérêts. Se posera alors non seulement la question du caractère contraignant des principes et des recommandations, mais encore celle de savoir si ce type de règle de gouvernance peut donner lieu à des réclamations civiles. On se rappelle que ce type de question, même si la nature juridique des « règles » n'est pas la même, s'est posé en jurisprudence à propos des règles de conduite établies par la loi relative au secteur financier[126].

47. Quant au champ d'application des *Dix principes*, l'article 8 du document qui les énonce déclare qu'elles s'appliquent aux sociétés de droit luxembourgeois dont les actions sont cotées sur un marché réglementé opéré par la Bourse de Luxembourg. Ils ne sont donc pas en eux-mêmes applicables à l'Euro MTF, même si l'article 8 indique que les *Dix principes* peuvent « utilement servir de cadre de référence pour toutes les sociétés de droit luxembourgeois ou même de droit non luxembourgeois ». [127]

Certains parmi les principes de gouvernance interne sont repris, pour les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les professionnels

[126] *Infra*, n° 103.

[127] Quant aux OPC, voy. au présent ouvrage J. Hauser et C. Migeot, « Évolution de la *corporate governance*. Des organismes de placement collectif luxembourgeois ».

effectuant des opérations de prêt, dans la loi relative au secteur financier, les circulaires de la CSSF et les orientations des autorités européennes[128].

Section 6
Les fondations

Sous-section 1
Les fondations sans but lucratif

48. Aucun progrès n'a été réalisé, sur le plan législatif, quant aux associations et fondations sans but lucratif qui restent régies par la loi modifiée du 21 avril 1928. Le projet de loi n° 6054 de modification de cette loi tarde à se réaliser, son dépôt remontant au 28 mai 2009, et le régime des fondations sans but lucratif reste caractérisé par une réglementation surannée, avec l'exigence, pour la constitution et pour toute modification des statuts, d'un arrêté grand-ducal, et par une tutelle souvent pesante du ministère de la Justice. C'est d'autant plus regrettable que l'on assiste à une réelle dynamique de la part des banques, des professionnels du secteur financier et des professions libérales dans la philanthropie, appelant une amélioration de l'infrastructure des fondations, dont témoignent des initiatives telles que la Fondation du Luxembourg, fondation « abritante ».

Sous-section 2
Le projet de loi relative à la fondation patrimoniale

49. Par contre, sur un plan différent, on peut saluer le dépôt du projet de loi n° 6595 relative à la fondation patrimoniale par le ministre des Finances le 22 juillet 2013.

La fondation patrimoniale n'a pas pour objet, comme c'est le cas des associations et fondations sans but lucratif, des activités à caractère philanthropique, social, religieux, scientifique, artistique, pédagogique, sportif ou touristique, mais est censée constituer, selon l'exposé des motifs, un « instrument de structuration et de planification patrimoniale » en ce qu'elle a pour objet « la gestion et l'administration d'un patrimoine au profit d'un ou de plusieurs bénéficiaires ou au profit d'un ou de plusieurs buts autres que ceux réservés aux fondations sans but lucratif », sans qu'il lui soit interdit pour autant d'avoir accessoirement des activités non lucratives[129]. Aussi la fondation patrimoniale peut-elle servir, selon l'exposé des motifs, à des buts tels que la cohésion du

[128] *Infra*, n°s 77 et s.

[129] *Doc. parl.*, n° 6595, exposé des motifs, p. 2.

patrimoine familial, la continuité dans la gestion de l'entreprise, la protection de la vie privée et des familles ou de certains de ses membres[130].

Le caractère primordial de l'affectation familiale est souligné par l'article 2 du projet de loi qui ne permet la constitution que par des personnes physiques ou des entités patrimoniales agissant dans le cadre de l'administration du patrimoine d'une ou de plusieurs personnes physiques, telles que les *trusts*, les *administratiekantors* ou entités similaires[131].

50. La fondation patrimoniale jouit, selon l'article 1er, de la personnalité juridique. À cet égard, elle se distingue, comme le signale le commentaire des articles[132], du *trust* ou de la fiducie.

Elle se distingue également des entités sociétaires, comme entre autres de la société de gestion de patrimoine familial[133], par son caractère « orphelin », en ce qu'elle n'a pas d'actionnaires, d'associés ou de membres. Il n'en reste pas moins que le fondateur reste, en comparaison avec le *trust* où interviennent le *trustee* et le « *protector* », investi à l'origine, et même, sauf disposition contraire, par la suite, de pouvoirs très importants puisque, sauf disposition contraire, c'est lui qui désigne et révoque les administrateurs, et il peut d'ailleurs être administrateur lui-même. C'est également lui qui désigne ou change le ou les bénéficiaires, et il peut être le premier bénéficiaire[134]. C'est encore lui qui, sauf disposition contraire, peut modifier les clauses de l'acte constitutif[135].

51. L'exposé des motifs prend soin de dire qu'une attention particulière a été portée aux exigences en matière de blanchiment, de transparence et d'échange de renseignements à des fins fiscales[136].

52. Le projet de loi ne traite pas des questions qui peuvent se poser en matière successorale. Il ne comporte pas de dérogation ni de restriction, du moins expresses, pour les fondateurs et bénéficiaires habitants du Luxembourg, aux dispositions du Code civil portant interdiction du pacte sur succession future[137] ni aux dispositions concernant la réserve successorale[138], ce qui pourrait, selon la loi nationale, luxembourgeoise ou étrangère du fondateur

---

130 Exposé des motifs, p. 2.

131 Commentaire des articles, *ad* article 1er, p. 19.

132 Commentaire des articles, *ad* article 1er, p. 19.

133 *Infra*, nos 169 et s.

134 Commentaire des articles, *ad* article 13, p. 24.

135 Commentaire des articles, *ad* article 23, p. 29.

136 Exposé des motifs, p. 1.

137 Articles 791 et 1130 du Code civil.

138 Articles 913 et s. du Code civil.

ou des bénéficiaires régissant les successions, mettre en question l'objectif de planification successorale et de garantie de la pérennité du patrimoine recherché suivant l'exposé des motifs.

53. Les articles 32 et suivants instaurent un système fiscal complexe.

En ce qui concerne les impôts indirects, la constitution de la fondation et les actes modificatifs de cet acte ne sont soumis qu'à un droit fixe d'enregistrement, des droits de donation proportionnels ne venant à application que lors d'actes de transfert d'actifs par la fondation patrimoniale elle-même du vivant du fondateur à un tiers bénéficiaire[139].

En ce qui concerne les droits de succession, un droit, qualifié de *sui generis*[140], à des taux analogues aux droits de succession, intervient au moment du décès du fondateur sur les biens constituant à ce moment l'actif de la fondation[141]. Ce droit, fixé à 40 %, se réduit au taux de 12 % pour les proches parents et de 0 % si les bénéficiaires sont le conjoint ou partenaire ou des descendants ou ascendants en ligne directe ; toutefois, lorsque le fondateur, au moment de son décès, n'est pas habitant du Luxembourg, ce droit *sui generis* ne s'applique que sur l'actif immobilier de la fondation[142].

Il en résulte que le régime, au moins sur le plan de la fiscalité des impôts indirects et lorsque le fondateur est habitant du Luxembourg, est peu attractif pour un fondateur qui ne laisse pas de descendant en ligne directe, alors que l'exposé semble cependant considérer que, au regard de l'objectif de continuité dans la gestion de l'entreprise, la constitution d'une fondation est intéressante pour le fondateur sans enfant[143] [144].

Sur le plan des impôts directs, la fondation patrimoniale constitue un sujet fiscal tombant dans le champ d'application de l'impôt sur le revenu des collec-

---

139 Article 32 (1), (2) et (3).

140 Commentaire des articles, *ad* article 32, p. 33.

141 Article 32 (4).

142 Article 33 (5).

143 Exposé de motifs, p. 2.

144 Il est rappelé que les donations en général ne donnant lieu à un droit de succession que si elles ont été faites dans l'année qui précède le décès du donateur, avec des exceptions en faveur du Fonds culturel national et des ONG agréées (loi du 7 août 1920 sur les droits de succession, article 25 ; loi du 4 mars 1982 sur le Fonds culturel national ; loi du 6 janvier 1986 sur la coopération au développement, article 53). Les donations faites à des fondations sans but lucratif sont soumises à un droit d'enregistrement de 4 % (loi du 7 août 1920, article 23), mais qui ne trouve pas application aux dons faits sans acte, tels que les dons manuels ou les donations indirectes. Les libéralités bénéficient, sous certaines conditions, de la déduction d'impôt au titre de dépenses spéciales (article 112, LIR).

tivités en tant qu'organisme à caractère collectif pleinement imposable[145], contrairement au *trust* ou à la fiducie qui sont traités comme fiscalement transparents. Cependant l'article 33 (1), prévoit que les revenus provenant de capitaux mobiliers ne constituent pas des revenus imposables dans le chef de la fondation patrimoniale, s'agissant donc notamment des intérêts, des dividendes et des plus-values issues de cessions de biens. Le commentaire des articles[146] explique cette exonération par le fait que l'imposition de ces revenus est reportée, puisque ces revenus sont imposables ultérieurement dans le chef des bénéficiaires de la fondation patrimoniale ou de son fondateur, et ce, pour moitié, comme les dividendes de sociétés.

Le projet de loi contient par ailleurs une disposition fiscale à caractère général, qui s'appliquera entre autres, mais pas seulement, à la fondation patrimoniale. Cette disposition institue[147] un régime dit « *step up* », portant évaluation des biens apportés à la fondation par un fondateur étranger au jour de l'apport et évitant donc les plus-values accrues antérieurement. Cette disposition, en raison de son caractère général, sera traitée ci-après au chapitre 5 concernant l'environnement fiscal du secteur financier[148].

La pratique dira si ce régime hybride, mi-non transparent, mi-transparent, sera, comme les auteurs du projet l'ont pensé, jugé attractif par ceux qui s'intéressent aux fondations.

Section 7
Les valeurs mobilières[149]

Sous-section 1
La titrisation

54. La *loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation* n'est, pour une fois, pas le résultat d'une initiative européenne. Même si, comme le constatent les travaux préparatoires[150], la titrisation est une technique financière connue depuis

[145] Commentaire des articles, *ad* article 33, p. 34.

[146] Commentaire des articles, *ad* article 33, p. 35.

[147] Par insertion à l'article 102, LIR, d'un nouveau paragraphe 4a.

[148] *Infra*, n° 199.

[149] Quant à la liberté de création de titres au porteur, Cour d'appel, 12 juillet 2006, *Bulletin Droit et Banque*, n° 42, p. 56 et note N. Kayser, p. 63. Voy. au présent ouvrage Ph. Prussen, T. Hoss et J.-L. Fisch, « Les parts bénéficiaires – Les contours d'un instrument flexible en droit des sociétés et en droit fiscal », et Fr. Mausen et P. Péporté, « Offre publique ou placement privé d'instruments financiers ».

[150] Avis du Conseil d'État, *Doc. parl.*, n° 5199/1.

longtemps aux États-Unis et, par la suite, dans plusieurs pays d'Europe et même en pratique déjà au Luxembourg, cette loi est en tant que telle une création originale qui ne se réfère d'ailleurs pas, quant à sa genèse, à des apports de législations des pays voisins[151].

55. Les organismes de titrisation peuvent, suivant l'article 2 de la loi, être constitués sous la forme d'une société ou sous celle d'un fonds géré par une société de gestion.

Quant aux *sociétés de titrisation*, elles doivent, suivant l'article 4 (1), prendre la forme d'une société anonyme, d'une société en commandite par actions, d'une société à responsabilité ou d'une société coopérative organisée comme une société anonyme.

Quant aux *fonds de titrisation*, ils sont, aux termes de l'article 6 (1), formés d'une ou de plusieurs copropriétés ou d'un ou de plusieurs patrimoines fiduciaires. N'ayant pas la personnalité morale, ils sont gérés, suivant l'article 6 (2), par une société de gestion. Le règlement de gestion du fonds doit, selon la deuxième phrase de l'article 6.1., stipuler expressément si le fonds est soumis au régime de la copropriété « ou à celui du *trust* et de la fiducie »[152]. Cette formule est due à une proposition du Conseil d'État[153] où la Haute Corporation faisait remarquer que c'est dans le cadre de la loi du 27 juillet 2003 rela-

---

[151] Voy. au présent ouvrage H. Wagner et Chr. Kremer, « Luxembourg Securitisation. Why it is relevant to the industry ».

[152] Est-ce à dire, au regard du paragraphe 3) de l'article 6 disant que « les fonds de titrisation consistant en un ou plusieurs patrimoines fiduciaires sont soumis à la législation sur le *trust* et les contrats fiduciaires » – la formule « sur le *trust* **et** les contrats fiduciaires » ne laisse pas d'être ambiguë à moins que la formule ait voulu reprendre, mais encore sans le faire à la lettre, l'intitulé de la loi du 27 juillet 2003 prévu, à titre facultatif, à l'article 14 de cette loi –, qu'un fonds de titrisation pourrait être formé sous la forme d'un *trust* de droit luxembourgeois ? Ou peut-on concevoir un organisme de titrisation – luxembourgeois – sous forme de fonds comportant un « vrai *trust* », donc de droit étranger, et une société de gestion luxembourgeoise ?
La jurisprudence antérieure à la loi du 27 juillet 2003, constituée surtout par l'arrêt de la Cour du 22 mai 1996 (*Bulletin Droit et Banque*, nº 26, p. 47 avec note Patrick Kinsch), tout en reconnaissant la possibilité d'une action judiciaire au Luxembourg d'un *trust* étranger, avait dit que le *trust* étant une « institution inconnue du droit luxembourgeois », ne peut être « ramené approximativement à une institution voisine de notre droit » de sorte que « toute requalification en ce sens serait une dénaturation ». Rappelons aussi que l'article 13 de la Convention de La Haye du 1er juillet 1985 approuvée par la loi du 27 juillet 2003, prévoit « qu'aucun État n'est tenu de reconnaître un *trust* dont les éléments significatifs, à l'exception du choix de la loi applicable, du lieu d'administration et de la résidence habituelle du *trustee*, sont rattachés plus étroitement à des États qui ne connaissent pas l'institution du *trust* ou la catégorie de *trust* en cause ». Voy. également quant à la reconnaissance de la qualité d'agir d'un *trust* anglais sur base de la loi du 27 février 2003, Cour, 30 janvier 2008, *Bulletin Droit et Banque*, nº 62, p. 66.

[153] *Doc. parl.*, nº 5199/1, *ad* article 6, p. 4.

tive à la reconnaissance du *trust* et au contrat fiduciaire que « la titrisation a reçu pour la première fois au Luxembourg une reconnaissance législative pour ainsi dire incidente, alors que l'article 4 de ladite loi mentionne expressément les sociétés et fonds de titrisation parmi les catégories de fiduciaires dans le cadre d'un contrat fiduciaire de droit luxembourgeois ». Effectivement, l'article 4 de la loi du 27 juillet 2003 mentionnait déjà, comme institution éligible au titre de fiduciaire, « une société de titrisation » et « un fonds de titrisation », la modification qui y a été apportée par la loi du 22 mars 2004 n'y a ajouté à l'énumération que le « représentant fiduciaire agissant dans le cadre d'une opération de titrisation ».

56. Les articles 53 et suivants, sous l'intitulé « Les risques titrisés », disposent que peuvent faire l'objet d'une titrisation les risques liés à la détention de tous biens et, notamment, de toutes créances existantes ou futures, précisant que la cession d'une créance future est subordonnée à sa naissance, mais que, lorsque celle-ci survient, elle prend effet entre parties et devient opposable aux tiers dès le moment de l'accord de cession, sauf stipulation contraire, et ce, nonobstant l'ouverture d'une faillite ou de toute autre procédure collective à l'encontre du cédant avant sa naissance[154].

57. Les articles 67 et suivants règlent plus spécialement les droits et pouvoirs des représentants fiduciaires. L'article 88 de la loi complète dans ce sens l'article 4 de la loi du 27 juillet 2003 pour viser spécialement, comme on l'a vu, parmi les contrats fiduciaires auxquels cette loi s'applique, le cas où le fiduciaire est un représentant fiduciaire agissant dans le cadre d'une opération de titrisation.

58. Sur le plan de la réglementation, selon l'article 19, les organismes de titrisation « qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public », intitulés « organismes de titrisation agréés », doivent être agréés par la Commission de surveillance du secteur financier pour exercer leurs activités. Dans son avis, le Conseil d'État avait constaté que ni le projet de loi ni le commentaire des articles ne définissaient avec plus de précision ce qu'il faut entendre par émission « en continu »[155]. La Commission des finances et du budget, dans son avis[156], reconnaissait l'absence d'une définition applicable.

---

[154] Article 55 (3). Quant à l'application de cette disposition sur les contrats de rachat de titres, *cf.* A.-M. Nicolas, « How to deal with a distressed borrower and a difficult market », *Bulletin Droit et Banque*, nº 44, pp. 24 et 25, note 31 sur les travaux préparatoires du projet de loi ayant conduit à la loi du 22 mars 2004.

[155] *Doc. parl.*, nº 5199/1, *ad* articles 19 à 21.

[156] *Doc. parl.*, nº 5199/5.

Se référant à la directive 2000/12/CE du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit, elle constatait que cette directive assimilait l'émission en continu de valeurs mobilières à destination du public à une activité de réception de fonds auprès du public, mais que ni cette directive ni la jurisprudence de la Cour de justice des communautés européennes ne fournissaient de précision sur la notion d'émission « en continu ». Aussi la Commission proposait-elle, « pour éviter de prendre une position trop figée sur cette notion », de ne pas préciser dans la loi la notion d'émission « en continu », estimant qu'en attendant une clarification jurisprudentielle, la Commission de surveillance serait en mesure d'examiner les structures de titrisation au cas par cas. Aussi le texte demeurait-il inchangé[157] [158].

59. Quant au régime fiscal des organismes de titrisation, ce régime est différent selon qu'il s'agit d'une société de titrisation ou d'un fonds de titrisation.

Les sociétés de titrisation sont soumises au droit commun fiscal, sauf que, selon l'article 90 de la loi, elles ne sont pas soumises à l'impôt sur la fortune. Surtout, selon l'article 89, alinéa c, de la loi, les engagements vis-à-vis des investisseurs et autres créanciers d'une société de titrisation sont à considérer comme dépenses d'exploitation dans le chef de la société[159]. Cette disposition peut conduire à réduire fortement, voire à zéro, l'assiette de l'impôt sur le revenu des collectivités.

Quant aux fonds de titrisation, ils sont, selon l'article 50 de la loi, soumis au régime comptable et fiscal des fonds communs de placement, sauf l'exemption de la taxe d'abonnement.

---

[157] Entre-temps, la CSSF a fourni son interprétation de ces termes par des « questions/réponses » publiées sur son site le 19 juillet 2012 dont une version amendée a été publiée le 24 octobre 2013.

[158] Un arrêt de la Cour administrative du 21 août 2013 (*JTL*, 5 octobre 2013, n° 29, p. 141), rappelant ces travaux préparatoires, constate à son tour que les notions d'« émission en continu » et de « public », en tant que critères pour déterminer la nécessité d'un agrément, ne sont pas autrement définies ni dans la directive transposée ni dans la loi de transposition « et qu'il incombe à l'autorité nationale compétente (en l'occurrence la CSSF) de les interpréter et de les appliquer à chaque cas d'espèce sur la base des éléments spécifiques à chaque dossier afin de vérifier le caractère continu ou non et la destination publique ou non des émissions ».

[159] Le projet avait prévu que seuls les engagements correspondant à des distributions effectuées avant la fin de l'exercice d'exploitation suivant celui de la prise en charge de ces engagements étaient à considérer comme dépenses d'exploitation. Sur objection du Conseil d'État, cette restriction a été supprimée. Le Conseil d'État avait fait observer à l'appui de son opposition formelle sur ce point (*Doc. parl.*, n° 5199/1) que « de nombreuses opérations de titrisation fonctionnent pour ainsi dire "à capitalisation" », aucune distribution n'étant opérée sur les titres souscrits par les investisseurs jusqu'à l'issue de l'opération, ce qui peut durer plusieurs années, de sorte que le maintien du texte initial aurait engendré une charge fiscale économique non justifiée dans le chef des sociétés de titrisation.

Selon l'article 52 de la loi, la gestion des organismes de titrisation, quelle que soit leur forme, est exempte de la TVA.

60. Les dispositions fiscales prévues par l'article 89 a) modifient certaines dispositions de la loi concernant l'impôt sur le revenu et n'affectent donc que les investisseurs soumis à l'impôt luxembourgeois.

L'article 89 a) de la loi dispose que, par dérogation à l'article 22*bis*, paragraphe (2), LIR, et par insertion dans ce texte d'un numéro 5, les valeurs émises par un organisme de titrisation sont exclues du bénéfice des dispositions de l'alinéa 2 de cet article. Rappelons que l'article 22*bis*, paragraphe (2), accorde la neutralité fiscale de l'échange de certains titres, tels que ceux obtenus par conversion d'un emprunt en capital, par la transformation d'une société en une société d'un autre type, et par fusion ou scission d'une société[160].

Le Conseil d'État et la Chambre de commerce avaient critiqué cette disposition. L'argument de la Commission des finances et du budget[161] pour le maintien de la disposition consistait à dire que les fonds de distribution n'étant soumis à aucune imposition, l'échange de valeurs « risquerait de faire échapper définitivement au fisc l'imposition de ces plus-values sur titres ». D'un côté, cet argument, s'il était fondé, n'aurait pu être invoqué pour les sociétés de titrisation ; d'un autre côté, l'argument semble relever d'une confusion entre l'imposition de l'organisme de titrisation et celle des investisseurs qui obtiennent, en échange des biens apportés à l'organisme de titrisation, des titres de cet organisme et qui n'échapperaient donc pas à la plus-value qu'ils pourraient éventuellement réaliser sur la disposition ultérieure des titres émis par l'organisme de titrisation.

Selon 89, alinéa b, de la loi, les biens acquis par un organisme de titrisation doivent être évalués à leur valeur estimée de réalisation, ce qui ne semble pas constituer véritablement une dérogation par rapport à l'article 26, alinéa 2, LIR, le but de la disposition étant d'éviter, de la part de l'investisseur soumis à l'impôt luxembourgeois, d'appliquer lors de la cession du bien titrisé une décote démesurée par rapport à la valeur réelle du bien apporté[162].

---

[160] Il n'est pas évident que l'exception insérée au n° 5 à l'article 22*bis*, paragraphe (2), ait été indispensable puisque les cas de neutralité d'échange se trouvaient limitativement désignés à l'article 22*bis*, paragraphe (2).

[161] *Doc. parl.*, n° 5199/5, p. 4.

[162] Les objections du Conseil d'État et de la Chambre de commerce ont dès lors été écartées sur ce point (*Doc. parl.*, n° 5199/5, p. 6).

Sous-section 2
Les nouveaux titres dématérialisés

61. La loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés crée une nouvelle catégorie de titres de droit luxembourgeois, à côté des titres au porteur ou nominatifs, s'agissant de titres qui sont dématérialisés à l'émission ou par conversion de titres au porteur ou nominatifs[163].

Ce régime est donc différent de celui des titres qui deviennent fongibles par leur réception en dépôt ou leur tenue en compte-titres aux termes de la loi du 1er août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles, dont l'intitulé devient, dans la loi du 6 avril 2013, *la loi du 1er août 2001 concernant la circulation de titres*.

62. Cette loi reste cependant en vigueur avec des modifications contenues à l'article 25 de la loi du 6 avril 2013. Ces modifications sont nombreuses, notamment sur le plan de la terminologie, en premier lieu pour s'adapter à celle de la loi du 6 avril 2013, ensuite pour suivre celle de la Convention d'UNIDROIT de Genève sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, enfin pour se conformer à l'avance à un projet de directive préparé par la Commission européenne sous le titre « *Securities Law Directive* »[164]. Elles ne changent pas pour autant le fond des dispositions de la loi du 1er août 2001, en partie « réécrite », comme s'expriment l'avis du Conseil d'État[165] et le rapport de la Commission des finances et du budget[166].

L'exposé des motifs du projet de loi se réfère aux antécédents de la loi du 1er août 2001 en disant que « la pratique a tenté de s'accommoder de la situation (créée par la seule existence de titres au porteur ou nominatifs) en créant une sorte de dématérialisation *de facto* des titres nominatifs et des titres au porteur »[167]. C'est à tout le moins un *understatement*[168], comme le montre

[163] Voy. au présent ouvrage Ph. Dupont, « L'émission de titres dématérialisés sous la loi relative aux titres dématérialisés » ; M. Marques, M. Rasque da Silva, « Les développements internationaux en matière de titres dématérialisés » ; N. Kayser et D. Horn, « La loi du 1er août 2001 concernant la circulation des titres telle que modifiée par la loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés ».

[164] Projet de loi nº 6327 A, exposé des motifs, p. 3.

[165] *Doc. parl.*, nº 6327/1.

[166] *Doc. parl.*, nº 6327/6, *ad* article 29 (nouvel article 25).

[167] La Chambre de commerce reprend cette formule en page 2 de son avis, *Doc. parl.*, nº 6327/3.

[168] Qui apparaît aussi dans l'arrêt de la Cour d'appel du 16 mai 2005 cité par l'avis du Conseil d'État (*Doc. parl.*, nº 6327/1, p. 3) lorsque cet arrêt se réfère encore en 2005, sur des faits remontant à 2002, à la (seule) « pratique luxembourgeoise des affaires ».

l'avis du Conseil d'État[169] qui reprend l'historique de cette dématérialisation *de facto* à l'origine, mais accompagnée déjà depuis le règlement grand-ducal du 17 février 1971, appelé à l'époque l'« arrêté Cedel », concernant la circulation de valeurs mobilières, et ensuite par la loi du 1er août 2001.

La pratique consacrée par ces textes successifs a connu l'un des développements importants de la place financière luxembourgeoise en ce qu'il revêt, contrairement au régime de la nouvelle catégorie de titres dématérialisés créée par la loi du 6 avril 2013, un caractère international s'appliquant non seulement aux titres de droit luxembourgeois, mais encore à tous titres « au sens le plus large » de droit étranger. Le chroniqueur de la décennie 1993-2003[170] s'exprimait à ce sujet comme suit : « C'est un aspect caractéristique, et inchangé, du régime luxembourgeois qui se justifie par le caractère international de la place et qui explique aussi pourquoi ces dispositions n'ont pas été insérées dans la loi sur les sociétés commerciales […] ».

Heureusement, les dispositions, inchangées sur le fond, de la loi du 1er août 2001 maintiennent ce régime international en disant à l'article 1 (1) modifié que cette loi s'applique aux « titres qui sont reçus en dépôt ou tenus en compte-titres par un teneur de comptes et qui sont ou sont déclarés fongibles, qu'ils soient […] luxembourgeois ou étrangers ».

63. À l'opposé, la dématérialisation par la loi du 6 avril 2013 ne s'applique qu'aux titres tels qu'ils sont définis par l'article 1er 11), à savoir « les titres de capital émis par les sociétés par actions de droit luxembourgeois […] et les titres de créance soumis au droit luxembourgeois ».

Ni l'article 1er de la loi du 6 avril 2013 ni le commentaire des articles[171] ne définissent les termes « titres de capital » et « sociétés par actions de droit luxembourgeois »[172]. Le commentaire des articles précise cependant que sont exclues les parts émises par les SARL. Par référence à la terminologie de la loi sur les sociétés commerciales, il faut conclure que la dématérialisation par la loi du 6 avril 2013 s'applique aux titres constitutifs de capital émis par les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par actions et les sociétés coopératives organisées comme des sociétés anonymes.

Quant aux titres de créance, l'article 1er de la loi du 6 avril 2013, dans la définition du point 11, vise les titres de créance soumis au droit luxembour-

---

169 *Doc. parl.*, nº 6327/1.

170 A. Elvinger, « L'évolution législative de la décennie 1993-2003 », *in Droit Bancaire et Financier au Luxembourg*, p. 34, *sub* 1-30.

171 *Doc. parl.*, nº 6327, p. 20.

172 La loi fiscale (article 166 (1), *sub* 2), LIR) emploie le terme « société de capitaux ».

geois, ajoutant, semble-t-il à titre explicatif, « tels que les instruments financiers susceptibles de revêtir la forme au porteur et les instruments de la dette publique ». Sans doute a-t-il été jugé inutile de mentionner ici les obligations émises par des sociétés de droit luxembourgeois. Il semble que ces dispositions puissent s'appliquer également aux obligations d'un émetteur étranger soumettant ses obligations au droit luxembourgeois.

Il est à noter que l'article 1er (1) non modifié de la loi du 1er août 2001 continue à parler, quant à son domaine d'application, de titres « qu'ils soient matérialisés ou dématérialisés ». Peut-on concevoir que la loi du 1er août 2001 puisse s'appliquer à des titres dématérialisés sous le régime de la loi du 6 avril 2013 de droit luxembourgeois ? L'avis de la Chambre de commerce[173] s'exprime en ce sens en justifiant cette solution par le souci de « préserver une unité de régime entre les titres soumis à dématérialisation factuelle et les titres dématérialisés de droit », sans pour autant indiquer comment un titre dématérialisé « de droit » ferait l'objet d'une dématérialisation supplémentaire.

La loi modifie tout naturellement la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales pour mentionner, en plusieurs articles de cette loi, l'intervention de la nouvelle forme d'actions et d'obligations. Sont aussi adaptées la loi concernant la dépossession involontaire de titres au porteur, les lois concernant les organismes de placement collectif et les fonds d'investissement spécialisés, ainsi que la loi sur la titrisation.

64. Sur le plan réglementaire, la modification porte aussi sur la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier en y insérant un article 28-11 qui vise les « teneurs de compte central » et détermine les conditions de leur agrément[174]. Cette catégorie de professionnels nouveaux existe donc à côté des « dépositaires professionnels d'instruments financiers » prévus à l'article 26 de la loi.

65. Il est trop tôt pour se prononcer sur l'étendue que connaîtra la dématérialisation sous le régime de cette nouvelle loi qui a été saluée, dans les avis émis lors des travaux préparatoires, comme constituant une modernisation du droit luxembourgeois et comme contribuant « à la rapidité de la circulation à moindre coût »[175], termes repris par le rapport de la Commission des finances et du budget[176]. Il a également été insisté dans ces travaux sur la nécessité de suivre l'exemple de la loi française, qui connaît pourtant, contrairement à celle

---

173 *Doc. parl.*, nº 6327/3, p. 2.

174 Ne peut devenir « teneur de compte central » qu'une entité qui est également agréée comme établissement de crédit ou entreprise d'investissement.

175 Avis de la Chambre de commerce, *Doc. parl.*, nº 6327/3, p. 2.

176 *Doc. parl.*, nº 6327/6, p. 2.

de notre nouvelle loi, la dématérialisation obligatoire, et surtout de la loi belge qui a servi de modèle. Il sera intéressant de voir comment les deux régimes, appelés à se juxtaposer, se développeront dans la pratique.

66. Un nouveau pas dans la dématérialisation sera franchi lorsque le projet de loi n° 6625 relative à l'immobilisation des actions et parts au porteur, déposé le 4 octobre 2013, entrera en vigueur. Il ne s'agira, d'une part, que des actions et parts au porteur, mais, d'autre part également, de celles émises par les fonds communs de placement, le tout à l'exception des actions et parts admises à la négociation sur un marché réglementé.

L'exposé des motifs[177] indique que cette mesure législative intervient pour satisfaire les exigences du Groupe d'action financière (GAFI) et du Forum mondial sur la transparence et l'échange des renseignements à des fins fiscales. Parmi les options ouvertes par ces organisations, le législateur luxembourgeois se propose de suivre celle de l'immobilisation des actions au porteur par leur dépôt obligatoire auprès d'une institution financière ou d'un intermédiaire professionnel réglementé.

La modification affecte directement l'article 42 de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales qui prévoit, en son état actuel, la cession des actions au porteur par la seule tradition du titre.

L'inapplicabilité aux actions admises à la négociation sur un marché réglementé, prévue par le paragraphe 2 du nouvel article 42, est expliquée[178] par le fait que l'identification des titulaires de ces actions est assurée par d'autres mécanismes tels que la procédure de notification des participations importantes et le dépôt de ces actions auprès d'une banque dépositaire.

[177] *Doc. parl.*, n° 6625, p. 2.

[178] Commentaire des articles, *Doc. parl.*, n° 6625, p. 5.

Chapitre 3
Les développements du secteur financier public

Section 1
L'accès aux activités professionnelles et leur surveillance

Sous-section 1
Le nouvel organigramme des entreprises du secteur financier et les dispositions nouvelles qui s'appliquent aux différentes catégories de ces entreprises

67. C'est toujours la loi du 5 avril 1993 qui forme le noyau du domaine réglementaire du secteur financier, modifiée cependant à de nombreuses reprises et en rapport avec des lois touchant également au droit financier privé[179].

Sur le plan général, ces modifications résultent d'abord de la *loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers*, couramment appelée loi MiFID[180]. Le titre 2 de cette loi, sous son article 44, contient un ensemble à objets multiples[181], qui comporte, entre autres, une redistribution des catégories de professionnels.

Au début de la décennie, la loi du 2 août 2003 avait supprimé, parmi les professionnels du secteur financier autres que les établissements de crédit, la distinction entre les professionnels soumis à la fois à l'agrément et à la surveillance et ceux qui étaient soumis à l'agrément, mais non à la surveillance. Les premiers étaient essentiellement les entreprises d'investissement, définies à ce stade par l'article 13, alinéa 1er, de la loi relative au secteur financier, comme celles dont l'activité consiste à fournir à des tiers un service d'investissement tel que défini par rapport à l'annexe II, section A de la loi.

---

[179] Quant aux contours de l'activité bancaire, notamment au regard de la réception de dépôts ou d'autres fonds du public et quant à l'exigence d'un agrément lorsqu'il s'agit d'établissements de crédit non établis au Luxembourg, *infra*, nº 95.
Toujours quant aux contours de l'activité bancaire, voy. au présent ouvrage P. Reckinger, A. Prüm, « À l'ombre des banques ».
Quant au pouvoir des juridictions administratives de demander à la CSSF la production de dossiers et documents qu'elles jugent nécessaires pour leur information, Tribunal administratif, 15 décembre 2011, *Bulletin Droit et Banque*, nº 50, p. 111.
Quant à la condition d'accès de l'honorabilité professionnelle dans le cadre d'un recours en annulation, Cour administrative, 3 novembre 2007, *Bulletin Droit et Banque*, nº 42, p. 96, avec commentaire M. Elvinger, p. 47.

[180] Les dispositions de cette loi concernant directement les marchés réglementés et non réglementés d'instruments financiers seront examinées ci-après à la section 3, sous-section 1.

[181] Les parties qui ont trait à la surveillance du secteur financier seront examinées à la sous-section 6.

68. Sous la redéfinition faite par la loi du 13 juillet 2007, le point 27) de l'article 1er de la loi relative au secteur financier désigne comme « professionnels du secteur financier » les « établissements de crédit et les PSF », ces derniers comprenant sous la définition du point 28), sous le sigle « PSF », les « entreprises d'investissement » (sous-section 1), les « PSF spécialisés » (sous-section 2) et les « PSF de support » (sous-section 3).

69. La définition des entreprises d'investissement figure désormais au point 9) de l'article 1er : « toute personne au sens de l'article 4, paragraphe (1), point 1) de la directive 2004/39/CE ». Pour permettre aux praticiens de s'y retrouver, la définition a bien fait en s'explicitant comme suit : « Au Luxembourg, il s'agit des personnes visées à la sous-section 1 de la section 2 du chapitre 2 de la présente loi, c'est-à-dire les personnes dont l'occupation ou l'activité habituelle consiste à fournir un ou plusieurs services d'investissement à des tiers et/ou à exercer une ou plusieurs activités d'investissement à titre professionnel. »[182]

La liste des PSF constituant des entreprises d'investissement figure aux articles 24 et 24-1 à 24-9 de la loi relative au secteur financier. Il s'agit des conseillers en investissement, des courtiers en instruments financiers, des commissionnaires, des gérants de fortune, des professionnels intervenant pour compte propre, des teneurs de marché, des preneurs d'instruments financiers, des distributeurs de parts d'OPC, des sociétés d'intermédiation financière et des entreprises d'investissement exploitant un MTF au Luxembourg.

70. Toutes les entreprises d'investissement bénéficient du « passeport européen ». C'est cette qualité qui a fait que certains PSF antérieurement qualifiés d'entreprises d'investissement, les dépositaires professionnels de titres et les agents de transfert et de registre se trouvent relégués à la catégorie des PSF autres que les entreprises d'investissement, changement fait, selon l'exposé des motifs de la loi du 13 juillet 2007[183], pour se conformer à la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers.

Par contre, les conseillers en investissement, les courtiers et les teneurs de marché figurent nouvellement, en conformité avec cette directive, dans la catégorie des entreprises d'investissement. Range également dans les entreprises d'investissement la nouvelle catégorie des sociétés d'intermédiation financière dont la création s'est inspirée de la profession de l'*Independant Financial Adviser*[184] au Royaume-Uni.

---

[182] À la suite de la modification apportée par la loi du 10 novembre 2009.

[183] *Doc. parl.*, nº 5627, p. 5.

[184] *Doc. parl.*, nº 5627, p. 5.

71. Les dispositions de la loi du 7 novembre 2007 concernant les exigences de gouvernance interne[185], telles qu'inscrites à l'article 17, *sub* 1*bis* de la loi relative au secteur financier, ne sont applicables qu'aux entreprises d'investissement, et non aux autres PSF, et les dispositions concernant les politiques et la pratique de rémunération telle qu'introduite par la loi du 28 octobre 2011, telles qu'inscrites au dernier alinéa de l'article 17, 1*bis* dernier alinéa, ne sont applicables qu'à certaines entreprises d'investissement[186].

72. Toutes les entreprises d'investissement sont soumises à la *loi du 17 juillet 2008 relative aux acquisitions dans le secteur financier* et concernant, sur la base de la directive 2007/44/CE, les règles de procédure et les critères d'évaluation applicables à l'évaluation prudentielle des acquisitions et augmentations de participation dans des entités du secteur financier[187]. Les dispositions de cette loi sont, suivant l'article 13 de la loi relative au secteur financier, applicables également aux PSF qui ne sont pas des entreprises d'investissement ; toutefois, les dispositions contenues aux paragraphes (6) à (14), qui sont particulières aux dispositions concernant le passeport européen, ne s'y appliquent pas.

73. La catégorie des PSF nouvellement groupée dans la sous-section 2 sous l'intitulé « Les PSF spécialisés » ajoute aux PSF qui existaient en 2003[188] les agents teneurs de registres (article 25), les dépositaires professionnels d'instruments financiers (article 26), les dépositaires professionnels d'actifs autres que des instruments financiers, catégorie introduite par l'article 178 de la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (article 26-1), les opérateurs d'un marché réglementé agréés au Luxembourg (article 27), les *family offices* qui ont rejoint cette catégorie à la suite de la loi du 21 décembre 2012 (article 28-6) et les « teneurs de compte central » (article 28-11) institués par la loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés.

74. Se trouvent regroupés à la sous-section 3 sous le nouvel intitulé « Les PSF de support », outre les PSF ayant existé en 2003[189], les « nouveaux » que

---

185 *Infra*, n°s 78 et s.

186 *Infra*, n°s 79 et s.

187 *Infra*, n°s 82 et s.

188 À savoir les personnes effectuant des opérations de change-espèce (article 28-2), les professionnels exerçant l'activité de recouvrement de créances (article 28-3), les professionnels effectuant des opérations de prêt (article 28-4), les professionnels effectuant du prêt de titres (article 28-5), les administrateurs de fonds communs d'épargne (article 28-7), les gestionnaires d'OPC non coordonnés (article 28-8), les domiciliataires de sociétés (article 28-9), les professionnels effectuant des services de constitution et de gestion de sociétés (article 28-10).

189 Les agents administratifs du secteur financier (article 29-2).

sont les agents de communication à la clientèle (article 29-1), les opérateurs de systèmes informatiques primaires du secteur financier (article 29-3), les opérateurs de systèmes informatiques secondaires et de réseaux de communication du secteur financier (article 29-4)[190] [191].

75. La loi du 13 juillet 2007 relative au marché d'instruments financiers, telle que modifiée par la loi du 21 décembre 2012, a ramené les exigences des assises financières applicables aux PSF aux seuils minima prévus dans la directive 2006/49/CE du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit. L'exposé des motifs[192] expose que « si l'approche fondée sur un capital social élevé pouvait être justifiée dans le passé, elle a cependant perdu de son intérêt dans le contexte actuel qui est caractérisé par une tendance à la spécialisation des métiers de la finance », de sorte que, « afin d'attirer les spécialistes de la finance au Luxembourg, il convient de créer les conditions-cadres à cet effet et d'éliminer les barrières à l'entrée ». Il a donc été substitué à l'exigence d'un capital élevé « un niveau élevé d'expérience et de connaissances financières ».

76. Plus généralement, la loi du 13 juillet 2007 procède à ce que le projet de loi[193] appelle un « toilettage » de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, à commencer par l'insertion de l'ensemble de définitions, habituel dans ce contexte, et qui figure depuis lors à l'article 1er nouveau de cette loi. À titre d'autres exemples que ceux cités plus haut, cet article 1er contient sous le point 13) une définition désignant comme « établissement financier » une « entreprise, autre qu'un établissement de crédit, dont l'activité principale consiste à prendre des participations ou à exercer une ou plusieurs activités

[190] Sont systèmes informatiques primaires ceux permettant l'établissement des situations comptables et des états financiers faisant partie du dispositif informatique propre d'établissements de crédit, PSF, établissements de paiement, OPC, fonds de pension, entreprises d'assurances ou entreprises de réassurances de droit luxembourgeois ou de droit étranger ; sont des systèmes informatiques secondaires les autres systèmes informatiques.

[191] Le secteur des professionnels du secteur financier autre que les établissements de crédit est devenu de grande importance au sein de la place financière tant en nombre d'entités que d'emplois. Ainsi, au 31 décembre 2012 (rapport d'activités 2012 de la CSSF, pages 86 et suivantes), il existait 109 entreprises d'investissement employant un total de 2662 personnes, les PSF spécialisés comprenaient 125 entités employant un total de 3046 personnes, les PSF de support comprenaient 85 entités employant 9016 personnes. En comparaison, il existait, au 31 décembre 2012, 141 établissements de crédit employant 20 537 personnes (rapport d'activités 2012 de la CSSF, page 60).

[192] *Doc. parl.*, nº 5627, p. 3.

[193] *Doc. parl.*, nº 5627.

visées aux points 2) à 12) de la liste figurant à l'annexe 1 à cette loi »[194]. Le point 25) de l'article 1er de la loi relative au secteur financier définit la notion de « participation qualifiée » concernant la détention dans une entreprise en se référant aux articles 8, 9 et 11 de la loi du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence[195].

La loi modifie également l'article 33 de la loi relative au secteur financier en disposant que les dispositions de l'article 30 de cette loi, dans le chapitre concernant l'agrément notamment pour la libre prestation de services au Luxembourg par des établissements de droit étranger, s'appliquent également aux établissements financiers d'origine communautaire sous certaines conditions, et notamment sous celle que « la ou les entreprises mères détiennent 90 % ou plus des droits de vote attachés à la détention de parts ou d'actions de la filiale ». Il semble que ces établissements ne soient visés qu'en tant qu'ils relèvent d'un autre État membre que le Luxembourg et que la portée des dispositions qui les concerne se limite à leur autorisation, conformément à l'article 30 de la loi, à exercer leurs activités au Luxembourg tant au moyen de l'établissement d'une succursale que par la voie de prestations de service[196].

On notera encore la précision qui intervient, à la suite de la modification par la loi du 21 décembre 2012, à l'article 2, paragraphe 3, de la loi du 5 avril 1993, comme suit : « Nul autre qu'un établissement de crédit, dont l'activité comporte l'octroi de crédits pour son propre compte, ne peut exercer à titre professionnel l'activité de réception, de dépôts ou d'autres fonds remboursables du public ». Le rapport de la Commission des finances et du budget commente cette modification comme suit : « N'est banque que celui dont l'activité consiste à la fois, au passif, en la réception de dépôts ou d'autres fonds remboursables du public, et, à l'actif, en l'octroi de crédits pour son propre compte ».

---

194 La chronique 1993-2003 avait réservé un chapitre séparé aux établissements hybrides et, parmi ceux-ci, les « établissements financiers » prévus à l'article 31 de la loi relative au secteur financier, mais restant, selon le chroniqueur, « un peu difficile à cerner », à tel point que c'est sur l'interrogation de la Chambre de commerce que l'IML avait fourni des précisions à cet égard.

195 *Infra*, nº 128.

196 Le rapport d'activités 2012 de la CSSF, dans sa synthèse qui présente le nombre des établissements relevant de l'autorité de la CSSF (pages 6 et suivantes), ne relève aucun établissement financier.

Sous-section 2

Nouvelles dispositions d'accès s'appliquant aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement

§ 1. Nouvelles dispositions concernant les exigences de gouvernance interne et de politique et pratiques de rémunération

77. La *loi du 7 novembre 2007* porte *transposition de la directive 2006/48/CE du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice*. Contrairement à ce qu'indique son titre, cette loi s'applique non seulement aux établissements de crédit, mais également aux entreprises d'investissement. Il a été dit par les auteurs du projet de cette loi[197] que, sur beaucoup de points, les dispositions introduites par cette loi ne constituent pas vraiment des modifications fondamentales par rapport aux exigences existantes, dans la mesure où elles étaient déjà appliquées dans la pratique de la surveillance prudentielle au Luxembourg.

78. Le rapport de la Commission des finances et du budget[198] note pourtant que la réglementation luxembourgeoise se limitait jusque-là à exiger une bonne organisation administrative et comptable ainsi que des procédures de contrôle adéquates, alors que la loi du 7 novembre 2007 élargit ces exigences à la notion de gouvernance interne. C'est l'objet, pour les établissements de crédit, des nouveaux paragraphes (1*bis*) et (3) insérés à l'article 5 de la loi relative au secteur financier et, pour les entreprises d'investissement, du nouveau paragraphe (1*bis*) à l'article 17 de la même loi.

L'avis du Conseil d'État du 13 juillet 2007 avait noté que ces règles de gouvernance interne relèvent plutôt de « *best practice* » que de normes contraignantes et que les autorités de surveillance devaient dès lors faire preuve de doigté afin de déterminer un dénominateur commun de gouvernance interne qui soit à la fois suffisamment rigoureux, pour que le contrôle soit digne de ce nom, et suffisamment flexible pour tenir compte de spécificités justifiées et non contraires à l'esprit de la bonne gouvernance.

La CSSF, qui avait déjà traité de la gouvernance interne dans une série de circulaires antérieures[199], a repris, dans une circulaire CSSF 12/552 concernant « Administration centrale, gouvernance interne et gestion des risques », des instructions s'inspirant à la fois des articles 5, paragraphe 1*bis* et 17, paragraphe 1*bis* de la loi du 7 novembre 2007 et des lignes directrices émises par

---

197 *Doc. parl.*, nº 5664.

198 *Doc. parl.*, nº 5664/2.

199 Circulaires CSSF 04/155, CSSF 05/178 et CSSF 10/466.

l'Autorité bancaire européenne (EBA) en matière de gouvernance interne et du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (BCBS) en matière d'audit interne.

La circulaire CSSF 12/552 a été mise à jour par une circulaire CSSF 13/563 du 19 mars 2013 qui incorpore encore les orientations de l'Autorité bancaire européenne (EBA) en matière d'éligibilité des administrateurs, directeurs autorisés et responsables de fonctions clés du 22 novembre 2012[200] et les orientations de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) du 10 juillet 2012 relatifs aux exigences de la fonction *compliance*[201]. Ces orientations relèvent, au regard de la distinction traditionnelle de la loi relative au secteur financier, tantôt des conditions d'accès[202] tantôt de celles de la surveillance et des obligations professionnelles[203].

79. Les exigences de gouvernance interne ont été précisées par la *loi du 28 octobre 2011*. Cette loi, qui met en œuvre par ailleurs le règlement CE nº 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation, apporte à son article 2 des modifications à la loi relative au secteur financier qui s'appliquent aux établissements de crédit et à celles des entreprises d'investissement visées aux articles 24-2 à 24-6, 24-7 (3) et 24-9 de la loi relative au secteur financier.

Cette loi introduit notamment dans la loi relative au secteur financier un nouvel article 5 (1*bis*) pour les établissements de crédit et, à l'article 17 (1*bis*), un nouvel alinéa 2 pour les entreprises d'investissement qui prescrivent des « politiques et pratiques de rémunération permettant et promouvant une gestion saine et efficace des risques ». La même loi introduit encore à l'article 53 de la loi relative au secteur financier un paragraphe (2) disposant que la CSSF est autorisée à « exiger de l'établissement ou de l'entreprise d'investissement qu'ils limitent les rémunérations variables sous forme de pourcentage du total des revenus nets lorsque ces rémunérations ne sont pas compatibles avec le maintien d'assises financières saines ». À la suite de l'introduction de la loi du 21 décembre 2012, ce texte a été repris à l'article 53-1 (2), avant-dernier tiret, sous le titre « Le respect du dispositif de gouvernance et des coefficients de structure ».

80. Ces dispositions sont l'aboutissement de la prise de conscience de rémunérations excessives de certains « *golden boys* » sans rendement correspondant pour les entreprises et de la constatation que de telles rémunérations, surtout

---

200 *Guidelines on the assessment of suitability of members of the management body and key function holders* – EBA/GL/201206.

201 *Guidelines on certain aspects of the Mifid compliance requirements* – ESMA/2012/388.

202 *Supra*, nos 67 et s.

203 *Infra*, nos 99 et s.

lorsqu'elles consistent en gratifications et primes, peuvent amener certains agents à des prises de risque excessives ou non autorisées, précisément dans le but d'atteindre des performances à court terme. En termes plus feutrés, de telles rémunérations ont été « identifiées comme étant un élément susceptible d'encourager une prise de risque excessive »[204].

Cette préoccupation a été exprimée[205] au plan mondial et européen par le G20, le Conseil sur la stabilité financière, le Comité européen des contrôleurs bancaires (CEBS)[206] et par la Commission européenne. De la part de la Commission, le secteur financier proprement dit a fait l'objet de la recommandation 2009/384/CE du 30 avril 2009[207]. La recommandation 2009/385/CE de la Commission de même date concerne la rémunération des administrateurs des sociétés cotées. Ces recommandations s'adressaient comme « non contraignantes » aux États membres et n'étaient donc pas directement applicables aux entreprises.

81. En application de ces diverses recommandations, la CSSF a émis les circulaires CSSF 10/437, CSSF 11/505 et CSSF 12/552 qui s'appliquent aux établissements de crédit et à certaines entreprises d'investissement ainsi qu'aux gestionnaires de fonds de retraite et d'organismes de placement collectifs.

Selon le chapitre 2.3, sous l'intitulé « Structure de la politique de rémunération », la circulaire CSSF 10/437 dit que cette politique doit tendre « à parvenir à un juste équilibre entre les composantes fixes et variables »[208]. La circulaire insiste sur ce que la politique de rémunération doit avoir pour but d'aligner les objectifs personnels des employés sur les intérêts à long terme de l'entreprise.

---

[204] Circulaire CSSF 10/437 du 1er février 2010.

[205] Selon la circulaire CSSF 10/437 du 1er février 2010.

[206] Le CEBS a publié le 20 avril 2009 ses *High Level Principles for Remuneration Policies* et le 10 décembre 2010 ses *Guidelines on Remuneration Policies and Practices*.

[207] *Journal officiel de l'Union européenne* du 15 mai 2009.

[208] En ce sens que « la composante fixe de la rémunération doit représenter une fraction suffisamment importante de la rémunération totale et que, quant à la rémunération variable, l'entreprise financière doit être en mesure de retenir partiellement ou intégralement les primes lorsque les critères de performance n'ont pas été satisfaits » et que, par conséquent, « lorsqu'une prime importante est accordée, le paiement de la fraction principale de la prime doit être reporté pour une période minimum ».
Ces exigences vont être précisées à la suite de la directive CRD IV du Conseil européen en voie de publication qui entrera en vigueur le 1er janvier 2014. Cette directive prohibe les rémunérations variables excédant la rémunération fixe, sauf, sous certaines conditions, sur décision de l'assemblée générale permettant de porter les rémunérations variables au double de la rémunération fixe ; ces règles s'appliqueront en 2015 au regard des performances de l'exercice 2014.

Au titre de la surveillance, à la section 4, la circulaire exige la communication à la CSSF des documents sur la politique de rémunération des entreprises concernées.

Les règles de rémunération édictées par la loi s'adressent également aux entreprises quant à l'emploi de leurs bénéfices, et donc indirectement aux actionnaires de ces entreprises, en ce que l'article 53-1 (2), dernier tiret[209], permet à la CSSF d'« exiger de l'établissement de crédit ou de l'entreprise d'investissement qu'il utilise ses bénéfices nets pour renforcer ses assises financières ».

§ 2. Dispositions relatives aux acquisitions transfrontalières dans le secteur financier

82. La *loi du 17 juillet 2008 relative aux acquisitions dans le secteur financier* constitue la transposition de la directive 2007/44/CE concernant les règles de procédure et les critères d'évaluation applicables à l'évaluation prudentielle des acquisitions et augmentations de participation dans des entités du secteur financier.

Ces dispositions s'appliquent là encore aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement. Le Conseil d'État, dans son avis du 8 avril 2008, avait proposé d'aller au-delà de la directive et d'étendre ces critères d'évaluation à tous les PSF. La Commission des finances et du budget[210] proposait de ne pas donner suite à cette recommandation au motif que les autorités européennes sont amenées à coopérer sur base de la directive et que, dans cette mesure, une application des critères d'évaluation à l'ensemble des PSF n'aurait pas d'effet[211]. Aussi la proposition du Conseil d'État n'a-t-elle pas été retenue dans la loi.

83. Contrairement à d'autres directives et lois, ces dispositions n'ont pas pour objectif d'accroître les exigences concernant les acquisitions dans le secteur financier, mais de supprimer les obstacles que rencontraient ces acquisitions lorsqu'elles sont transfrontalières. La Commission a constaté que les règles et procédures concernant l'évaluation prudentielle de ces acquisitions dans l'État membre de la cible manquent non seulement d'uniformité, mais encore de clarté et de sécurité juridique, d'où l'objectif de faciliter ces opérations transfrontalières[212].

---

209 Déjà antérieurement contenu à l'article 53, sous la loi du 28 octobre 2011.

210 *Doc. parl.*, nº 5810/2.

211 *Doc. parl.*, nº 5810/3, *sub* 4.

212 Rapport de la Commission des finances et du budget, *Doc. parl.*, nº 5810/3, *sub* 2.

Jusque-là, les articles 6 et 18 de la loi relative au secteur financier contenaient sous le titre « L'actionnariat » des dispositions avant tout protectrices de l'établissement de crédit ou de l'entreprise d'investissement en cas de changement de l'actionnariat. Ces dispositions restent inchangées dans les articles 6 et 11, comme, par exemple, au paragraphe (2) de l'article 6 disant que l'agrément est subordonné à ce que la structure de l'actionnariat soit transparente et soit organisée de telle manière que les autorités responsables pour la surveillance prudentielle de l'établissement et, le cas échéant, du groupe auquel il appartient soient clairement déterminées et que cette surveillance puisse s'exercer sans entrave, et qu'une surveillance sur une base consolidée du groupe auquel l'établissement appartient soit assurée.

En revanche, les dispositions nouvellement introduites tendent aussi à protéger, voire à favoriser, le nouvel acquéreur en déterminant des critères déterminés qui, suivant la directive, doivent constituer une liste « fermée »[213]. Il en résulte des modifications, notamment aux articles 6 et 18 précités de la loi relative au secteur financier. Un ajout à l'article 6, paragraphe (1), concernant les établissements de crédit, et à l'article 18, paragraphe (1), en ce qui concerne les entreprises d'investissement[214], a donc pour objet de dire que la notion de gestion saine et prudente de ces établissements est à apprécier à la lumière des critères d'évaluation qui sont déterminés par les paragraphes (9) de ces articles 6 et 18[215].

L'objectif de faciliter les acquisitions transfrontalières est encore recherché par des diligences qui sont imposées aux autorités par les nouveaux paragraphes (7) et (8) de ces articles 6 et 18, selon lesquels la CSSF dispose d'un maximum de 60 jours ouvrables (au lieu des 3 mois qui figuraient à l'ancien paragraphe (4)) pour procéder à l'évaluation, avec une extension limitée lorsqu'elle demande un complément d'information, complément qui doit être « nécessaire pour mener à bien l'évaluation ». Les nouveaux paragraphes (12) des articles 6 et 18 précisent encore que, si la CSSF ne s'oppose pas par écrit dans ce délai à l'acquisition envisagée, celle-ci est réputée approuvée.

Alors que l'agrément de l'établissement en tant que tel est soumis à la décision du ministre, l'agrément des participations, comme par le passé, est soumis à l'approbation de la CSSF[216].

---

[213] *Doc. parl.*, nº 5810/3, *sub* 2.

[214] La limitation de ces dispositions aux PSF qui constituent une entreprise d'investissement découle du paragraphe 5 *in fine* de l'article 18 de la loi.

[215] *Doc. parl.*, nº 5810/3, *sub* 2.

[216] Ainsi que le constate le rapport de la Commission des finances et du budget (*Doc. parl.*, nº 5810/3, *sub* 4, p. 3).

Sous-section 3

Dispositions particulières aux banques d'émission de lettres de gage

84. Ces établissements sont régis par les articles 12-1 à 12-9 de la loi relative au secteur financier sur la base à l'origine de la loi du 21 novembre 1997, qui fut modifiée par la loi du 22 juin 2000, principalement quant à la procédure à suivre en cas de liquidation collective et, à nouveau, sur certains points, par la *loi du 24 octobre 2008 portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg*.

85. La loi du 27 juin 2013 *relative aux banques d'émission de lettres de gage* comprend, selon l'exposé des motifs[217], un premier volet qui est appelé à apporter des modifications au régime de la liquidation, dans le sillage des modifications que le législateur allemand a apportées par une loi du 19 novembre 2010 au *Pfandbriefgesetz*. Un deuxième volet contient des modifications ponctuelles dont, notamment, l'introduction d'un nouveau type de lettres de gage, les lettres de gage mutuel.

L'exposé des motifs souligne le fait que le projet de loi ne prévoit pas l'abandon du principe de la spécialité des banques d'émission de lettres de gage, malgré le fait que ce principe a été abandonné en Allemagne, de sorte que, comme par le passé, seules les banques d'émission de lettres de gage au sens des articles 12-1 et suivants de la loi relative au secteur financier resteraient autorisées à émettre des lettres de gage[218].

Sous-section 4

La garantie des dépôts et l'indemnisation des investisseurs

86. Les dispositions concernant les garanties restent celles prévues par les lois des 11 juin 1997 et 27 juillet 2000 qui sont insérées aux parties IV*bis* et IV*ter*, et donc aux articles 62-1 à 62-20, de la loi relative au secteur financier.

Toutefois, la *loi budgétaire du 19 décembre 2008*, en son article 44 (2), a relevé le plafond de garantie, originairement fixé à 20 000 euros, au montant de 100 000 euros avec effet au 1er janvier 2009, ce qui se reflète à l'article 62-2 (2) de la loi relative au secteur financier, la couverture d'indemnisation des investisseurs restant, selon l'article 62-12, fixé à 20 000 euros[219].

---

[217] *Doc. parl.*, nº 6523.

[218] *Doc. parl.*, nº 6523.

[219] La directive 2009/14/CE modifiant la directive 94/19/CE dispose que « les États membres veillent à ce que la garantie de l'ensemble des dépôts d'un même déposant soit d'au moins 50 000 euros en cas d'indisponibilité des dépôts » ; quant à la nature de l'obligation des États

87. Le projet de loi nº 1611 à la base de cette loi avait prévu d'insérer au paragraphe (1) de l'article 62-1 de la loi relative au secteur financier un alinéa libellé comme suit : « La commission est habilitée à instituer un système public de garantie des dépôts ». L'exposé des motifs et commentaire des articles de ce projet de loi[220] avait noté que « le système privé actuel » comportait « des limites apparentes », de sorte qu'il était urgent de le remplacer ou compléter « par une intervention rapide des autorités ».

Le projet ayant été scindé, le projet de loi nº 6011 B avait rencontré l'opposition formelle du Conseil d'État « à une disposition qui conduit à attribuer à la CSSF un pouvoir quasiment illimité pour la mise en place du futur système public de garantie des dépôts »[221]. À la suite de cette opposition, cette modification fut abandonnée, non sans que le rapport de la Commission des finances et du budget[222] ait estimé « qu'il faut procéder au plus vite à la mise en place d'un fonds de garantie des dépôts public ». À ce jour, cet objectif n'a pas été réalisé et on en reste dès lors au système « privé » assuré par l'Association pour la garantie des dépôts, association sans but lucratif, mais imposé par la loi relative au secteur financier comme condition d'accès à l'activité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement[223].

Le surplus des dispositions prévues au projet de loi nº 6011 B fut maintenu par la loi du 19 décembre 2008 avec suppression du paragraphe (3) de l'article 62-2 de la loi relative au secteur financier sur la coassurance des déposants, jugé incompatible avec la directive 2009/14/CE, selon son considérant 14, et la modification des articles 62-4 (1) et 62-6 (4) visant à améliorer l'information des déposants et mettant en place une coopération entre le système de garantie national et le système de garantie des autres États membres afin d'accélérer l'indemnisation des déposants.

Sous-section 5
L'accès à l'activité des établissements intervenant dans l'activité de paiement

88. La succession des directives a rendu complexe l'évolution de cette partie du secteur financier.

---

membres, voy. Fr. Fayot et Ph. Hoffmann, « L'arrêt de la Cour AELE du 28 janvier 2013 dans l'affaire *ESA c. Islande* (E-16/11). Une réponse à la question sur l'étendue des obligations des États membres sous la directive 94/19/CE… ou presque », *Bulletin Droit et Banque*, nº 51, pp. 34-38.

220 *Doc. parl.*, nº 6011, p. 4.

221 *Doc. parl.*, nº 6011 B/1, p. 2.

222 *Doc. parl.*, nº 6011 B/2.

223 Articles 10-1 et 24-1 de la loi relative au secteur financier.

La loi du 14 mai 2002 avait, comme le rappelait la chronique précédente[224], fait entrer les établissements de monnaie électronique dans une section 4 de la loi relative au secteur financier. On avait relevé que, bien que rangés dans les établissements de crédit, mais seulement dans « les limites prévues à la présente loi », ces établissements ne pouvaient recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables au sens de l'article 2 de la loi sur le secteur financier. Autrement dit, disait cette chronique, « il s'agit d'établissements de crédit qui n'en sont pas vraiment, mais qui sont assimilés aux établissements de crédit dans la mesure prévue par la loi, et ce, notamment quant à l'agrément […] ».

Ce régime hybride est resté en place jusqu'à la *loi du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement*. Cette loi avait pour résultat de détacher l'activité d'établissements de paiement de la loi relative au secteur financier en introduisant en droit luxembourgeois « un nouveau statut d'établissements financiers »[225], à savoir celui d'établissements de paiement. L'exposé des motifs[226] notait, d'une part, qu'il était proposé de ne pas ériger les établissements de paiement en nouvelle sous-catégorie de PSF sous la loi relative au secteur financier, mais que, d'autre part, la procédure d'agrément allait s'inspirer, « dans la mesure du possible de la procédure d'agrément des établissements de crédit et des PSF, tout en tenant compte des particularités prévues dans la directive », s'agissant de la directive 2007/64/CE du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement. Le projet notait aussi que, quant aux activités régies par ce nouvel établissement financier, il se situe « à mi-chemin entre l'approche retenue pour les établissements de crédit *(qui sont autorisés de plein droit à exercer l'ensemble des activités et des services figurant aux annexes I et II de la loi modifiée du 5 avril 1993, de la loi relative au secteur financier)* et l'approche retenue pour les entreprises d'investissement pour lesquelles tout service/activité d'investissement correspond à un statut spécifique. Ainsi, les établissements de paiement ne sont autorisés à fournir que les services de paiement couverts par l'agrément de cette activité et, s'ils souhaitent fournir des services de paiement non couverts par leur agrément, un nouvel agrément est requis ».

89. La situation était anormale dans la mesure où l'exercice de l'activité d'établissements de monnaie électronique restait, quant à elle, sous le régime de la loi relative au secteur financier. Cette anomalie a été corrigée par la *loi du*

---

224 *Op. cit.*, n°s 1-35.

225 Projet de loi n° 5015, *Doc. parl.*, n° 6015, p. 70.

226 *Doc. parl.*, n° 6015, p. 70.

20 mai 2011 portant transposition de la directive 2009/110/CE du 16 septembre 2009 concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et qui venait modifier la loi du 10 novembre 2009 en y insérant l'activité d'établissements de monnaie électronique[227], le tout sous le nouvel intitulé « *loi du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement, à l'activité d'établissements de monnaie électronique et au caractère définitif du règlement dans les services de paiement et les services de règlement des opérations sur titres* ». Le régime des établissements de monnaie électronique est dorénavant régi par le chapitre 2 de cette loi qui, en ses articles 24-2 et suivants, régit l'agrément de ces établissements, là encore suivant, *mutatis mutandis*, les modalités qui s'appliquent aux établissements de crédit et aux PSF.

90. L'autorité qui a compétence pour l'agrément de ces établissements reste donc le ministre ayant dans ses attributions la CSSF, et l'autorité compétente pour la surveillance reste la CSSF. L'article 33 de la loi rappelle cependant, en ce qui concerne l'agrément, que le ministre peut consulter, le cas échéant, la Banque centrale du Luxembourg ou d'autres autorités appropriées et, quant à la surveillance, que la CSSF coopère, le cas échéant, avec la Banque centrale européenne, la Banque centrale du Luxembourg et les banques centrales nationales des autres États membres, agissant en qualité d'autorités monétaires et de surveillance (« *oversight* ») des systèmes de paiement ou des systèmes de règlement des opérations sur titres, lorsque cela est nécessaire à l'accomplissement de leurs missions respectives.

Sous-section 6

La surveillance dans le secteur financier

91. La surveillance prudentielle dans le secteur financier est régie par la partie III de la loi relative au secteur financier qui détermine dans son chapitre 1 l'autorité compétente, la CSSF, et le domaine d'application de la surveillance défini par l'article 42 comme celui « des établissements de crédit et des PSF ». Il convient de rappeler que, depuis la loi du 2 août 2003, la surveillance de la CSSF s'exerce sur tous les professionnels du secteur financier, quels qu'ils soient. Mais cette surveillance se fait selon des modalités et à des degrés adaptés aux activités des différents professionnels et selon que la surveillance s'exerce sur une base consolidée ou non. La surveillance de la CSSF s'étend

[227] Voy. au présent ouvrage, J.-L. Schiltz, « La constitution des établissements de monnaie électronique dans un contexte européen et luxembourgeois ».

également aux établissements de paiement en vertu de la loi modifiée du 10 novembre 2009[228].

L'évolution législative en matière de surveillance s'est faite en plusieurs étapes s'échelonnant entre 2006 et 2012.

92. La *loi du 5 novembre 2006 relative à la surveillance des conglomérats financiers* a introduit dans la loi relative au secteur financier un chapitre 3*ter* dans les articles 51-9 et suivants sous l'intitulé « La surveillance complémentaire des établissements de crédit et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier »[229].

93. La *loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers*[230] comporte[231], en matière de surveillance, à son titre II et ses articles 140 et suivants, les définitions et redéfinitions de certaines notions et une terminologie appropriée à l'évolution du droit communautaire.

Il convient de signaler surtout les changements à caractère institutionnel apportés par ces dispositions dans les articles 44 et suivants de la loi relative au secteur financier, qui concernent les pouvoirs et devoirs de la Commission de surveillance du secteur financier dans l'ensemble de ce secteur et, notamment, ceux relatifs à la coopération et à l'échange d'informations dans l'Union européenne, ceux concernant le secret professionnel, la coopération avec les autorités compétentes des États membres, l'échange d'informations avec les pays tiers et les mesures conservatoires à disposition de la Commission en tant qu'État membre d'accueil.

Le projet de loi qui a conduit à cette loi rappelait qu'« une idée » avait été de regrouper l'ensemble de ces dispositions dans la loi organique du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier plutôt que dans les textes spécifiques de la loi relative au secteur financier[232]. Bien que cette façon de procéder ait trouvé l'appui du Conseil d'État dans son avis du 3 juillet 2007[233], elle n'a finalement pas été retenue.

---

228 Voy. au présent ouvrage M. Limpach et Fr. Goergen, « Les compétences, pouvoirs et moyens d'intervention de la CSSF ».

229 Le rapport de la Commission des finances et du budget (*Doc. parl.*, nº 5520/3, p. 2) constatait que le projet avait une portée théorique, puisqu'il n'existait pas à cette date de tel conglomérat au Luxembourg.

230 *Infra*, nos 112 et s.

231 Selon le projet de loi nº 5627, exposé des motifs, p. 6.

232 *Doc. parl.*, nº 5627, exposé des motifs, p. 5.

233 *Doc. parl.*, nº 5627/4, p. 3.

94. La *loi du 7 novembre 2007 portant transposition dans la loi relative au secteur financier des directives 2006/48/CE et 2006/49/CE* apporte de nouvelles modifications en matière de surveillance.

En transposition de la directive 2006/48/CE, cette loi modifie et complète, à l'article 49 de la loi relative au secteur financier, le champ d'application et le périmètre de la surveillance sur une base consolidée, ajoute un article 50-1 très étendu sur la coopération avec les autorités de surveillance prudentielle en matière de surveillance consolidée, précise à l'article 51 les éléments sur lesquels porte au moins la surveillance sur une base consolidée et aux articles 51-3 et suivants les dispositions correspondantes concernant les entreprises d'investissement. La même loi précise, à l'article 53, les pouvoirs de surveillance et d'enquête de la CSSF.

Quant à la directive 2006/49/CE, sa transposition a eu lieu, sur base de l'article 56 inchangé de la loi relative au secteur financier concernant les « coefficients », par les circulaires de la CSSF 06/273, 07/290, 07/301, amendées par les circulaires 13/568, 10/497 et 11/501 qui ont trait notamment au calcul des exigences de fonds propres pour risque de crédit, pour risque opérationnel et pour risque de marché, et à la définition des fonds propres.

De nouvelles exigences de fonds propres et de liquidité seront introduites par une directive et un règlement CRD IV du Conseil européen adoptés le 20 juin 2013 qui prendront effet au 1er janvier 2014.

95. La *loi du 28 avril 2011* modifie, sur des points importants et en partie d'ordre institutionnel, la loi relative au secteur financier par *transposition de la directive 2009/111/CE du 16 septembre 2009 modifiant les directives 2006/48/CE, 2006/49/CE et 2007/64/CE*.

D'une part, elle concerne, comme le signale l'exposé des motifs du projet de loi[234], des dispositions relatives à la gouvernance interne de la CSSF, entre autres en matière de gestion de crise, ainsi que d'autres dispositions incombant à la CSSF en tant qu'autorité de surveillance consolidante au niveau européen, dispositions qui, selon l'exposé des motifs, ne constituent pas des modifications fondamentales par rapport aux exigences existantes.

Surtout, conformément à la directive 2006/48/CE en ses articles 129 et 130, cette loi, par insertion des paragraphes (13) et (14) dans les articles 50-1 pour les établissements de crédit et 51-6*ter* pour les entreprises d'investissement, a fourni la base légale pour la constitution et le fonctionnement de collèges des autorités de surveillance qui fournissent un cadre permanent à la surveil-

[234] *Doc. parl.*, nº 6165, p. 3.

lance, notamment en vue du processus interne d'évaluation de l'adéquation des fonds propres appelés « *Internal Capital Adequacy Assessment Process* » (ICAAP) et « *Supervisory and Evaluation Process* » (SREP)[235].

D'autre part, la loi du 28 avril 2011 introduit dans la loi relative au secteur financier un article 32 (5) qui prévoit que les établissements de crédit et les autres personnes exerçant des activités du secteur financier qui sont originaires d'un pays tiers et qui ne sont pas établis au Luxembourg, mais qui y viennent occasionnellement et passagèrement (notamment pour y recueillir des dépôts ou d'autre fonds remboursables du public ainsi que pour y prêter tout autre service relevant de la loi relative au secteur financier), doivent être en possession d'un agrément du ministre ayant dans ses attributions la CSSF. L'obtention de l'agrément est soumise à la condition que ces établissements soient, dans leur État d'origine, soumis à des règles d'agrément et de surveillance équivalentes à celles de la présente loi.

Le domaine d'application de cette disposition, au regard de la notion de « recueillir des dépôts ou d'autres fonds remboursables du public », peut, devant la brièveté des travaux préparatoires[236] et nonobstant la circulaire CSSF 11/515 du 14 juin 2011, section 11, 4, et en présence de la diversité des régimes réglementaires des États tiers, poser certaines questions[237].

96. La *loi du 28 octobre 2011, mettant en œuvre le règlement CE n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit*, dispose en son article 1er que la Commission de surveillance du secteur financier dispose, sur les agences de notation de crédit qui sont soumises à ce règlement, des pouvoirs de sanction prévus aux articles 59 et 63 de la loi relative au secteur financier. La surveillance des agences de notation étant prévue et réglée par le règlement n° 1060/2009 lui-même, directement applicable, ce domaine de surveillance n'avait pas à être inclus dans les dispositions de la loi relative au secteur financier sur la surveillance.

97. La même loi a pour deuxième objet de modifier la loi relative au secteur financier. À ce titre, dans des dispositions reprises dans la terminologie de la loi du 21 décembre 2012, sous l'article 53-1 de la loi relative au secteur financier et sous l'intitulé « Le respect du dispositif de gouvernance et des coefficients de structure », elle charge, par son paragraphe (4), la CSSF de vérifier « s'il y a lieu d'imposer une exigence spécifique de fonds propres en sus du

---

235 Commentaire de l'article 50-1, *Doc. parl.*, n° 6165.

236 *Doc. parl.*, n° 6165

237 *Cf.* P. Geortay, « Article 32 (5) de la loi de 1993. Et la lumière fut ? », *Bulletin Droit et Banque*, n° 50, p. 45, commentant un jugement du tribunal correctionnel du 25 juin 2009.

minimum prescrit pour la prise en compte des risques auxquels un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement est ou pourrait être exposé en tenant compte des éléments précisés à cette disposition ».

98. La *loi du 21 décembre 2012 portant transposition de la directive 2010/78/UE*[238] a institué l'Autorité bancaire européenne, avec laquelle les régulateurs nationaux coopèrent et échangent des informations de même qu'avec la Banque centrale européenne et le « *Comité européen du risque systémique* » pour l'exercice de la surveillance[239].

Avant la fin de l'année prochaine, on verra se réaliser une surveillance commune des banques de l'Europe par la Banque centrale européenne. Suivant les prévisions actuelles, cette surveillance concernera au moins 150 banques de l'Eurozone considérées comme importantes au regard de leur somme de bilan et de leur pourcentage du produit intérieur brut de l'État membre en question. Il en résulterait qu'environ 70 établissements de crédit établis actuellement au Luxembourg, qui appartiennent à des groupes internationaux répondant à cette dimension, se trouveront directement sous la surveillance de la Banque centrale européenne. Les autres établissements de crédit luxembourgeois établis au Luxembourg continueront à relever, comme par le passé, de la surveillance de la CSSF[240].

[238] *Supra*, nº 6.

[239] Voy. notamment articles 50-1, 51-6*bis*, 51-6*ter* et 51-19 de la loi relative au secteur financier.

[240] Propos recueillis de la part de M. J. Guill, directeur général de la CSSF, par le *Luxemburger Wort*, édition spéciale économie et finance du 7 juin 2013.

Section 2
Les obligations professionnelles[241] [242]

[241] Une jurisprudence abondante s'est développée sur la nature et l'étendue des obligations professionnelles :
- quant au caractère d'obligation de moyens : Tribunal Luxembourg du 2 juillet 2008, *Bulletin Droit et Banque*, nº 44, p. 48 et commentaire de N. Thieltgen ;
- sur la notion d'investisseur averti et l'étendue de l'obligation d'information et de conseil quant à l'acceptation d'ordres dans le cadre d'un contrat de gestion discrétionnaire, Cour d'appel, 6 décembre 2007, *Bulletin Droit et Banque*, nº 42, p. 27, commenté par N. Thieltgen ;
- quant à l'obligation de la banque en présence d'un « investisseur averti », Cour d'appel 27 novembre 2008, *Bulletin Droit et Banque*, nº 44, p. 65, avec commentaire N. Thieltgen ;
- quant à l'obligation « de renseignement et de conseil accrus », Tribunal Luxembourg, 19 février 2009, commenté par N. Thieltgen, *Bulletin Droit et Banque*, nº 40, pp. 54 et s. et *JTL*, 15 octobre 2009, nº 5, p. 150 ;
- quant à l'obligation de conseil du banquier en présence d'un résultat négatif des avoirs investis et sa qualification d'obligation de moyens, Cour d'appel, 11 mars 2009, *Bulletin Droit et Banque*, nº 44, p. 71, avec commentaire N. Thieltgen, et *JTL*, 20 août 2009, nº 4, p. 129, avec observations E. Omes ;
- quant à l'obligation d'information et de conseil en fonction de la qualité du client, Tribunal Luxembourg, 15 février 2011, *Bulletin Droit et Banque*, nº 50, cité *in* chronique N. Thieltgen, A.-M. Ka, p. 112 ;
- quant à l'obligation d'information du banquier en cas de perquisition et de saisie, Tribunal Luxembourg, 6 décembre 2006, *Bulletin Droit et Banque*, nº 41, p. 68 ;
- ce jugement se prononce également sur la responsabilité des dirigeants d'une banque quant aux obligations professionnelles pour écarter l'action en responsabilité lorsque la faute de l'agent n'est pas « détachable » de la personne morale dont il est l'employé (commentaire par Glenn Meyer, p. 71) ;
- quant au principe de non-ingérence du banquier, Tribunal Luxembourg, 30 janvier 2009, *Bulletin Droit et Banque*, nº 44, p. 66, avec commentaire N. Thieltgen ;
- quant au caractère d'obligation de résultat du secret professionnel, Tribunal Luxembourg, 13 juillet 2001, *Bulletin Droit et Banque*, nº 32, p. 21 et note P. Kinsch ; Cour, 2 avril 2003, *Bulletin Droit et Banque*, nº 34, p. 62 ; Cassation, 18 mars 2004, *Bulletin Droit et Banque*, nº 35, note P. Kinsch ;
- quant à la sanction de la violation du secret bancaire sur le plan civil quant au dommage matériel et au dommage moral ayant entraîné des redressements fiscaux du client, Br. Gérard, « Chronique d'une jurisprudence génétiquement modifiée », *Bulletin Droit et Banque*, nº 48, pp. 13 et s. ; P. Kinsch, « L'affaire *KBL* et l'évolution de l'image du secret bancaire dans la jurisprudence luxembourgeoise », *Bulletin Droit et Banque*, nº 48, pp. 19 et s. ; A. Elvinger *in* Actes de l'Institut grand-ducal, vol. XV, Section des sciences morales et politiques, p. 100 (24) ;
- quant à la nature d'obligation de moyens d'une banque dépositaire d'un OPC dans la surveillance des actifs, Tribunal Luxembourg, 4 mars 2009, *Bulletin Droit et Banque*, nº 44, p. 69, avec commentaire N. Thieltgen, Tribunal Luxembourg, 8 février 2012, *Bulletin Droit et Banque*, nº 50, p. 100, chronique N. Thieltgen, Cour de cassation, 29 mars 2012, *Bulletin Droit et Banque*, nº 55, p. 105, chronique N. Thieltgen ;
- pour une vue d'ensemble, M. Pierrat, « De la distinction entre obligation de moyens et obligation de résultat : pile ou face ? », *JTL*, 5 juin 2011, nº 45. Voy. au présent ouvrage A. Hoffmann, M. Pierrat, « Obligation d'information et de conseil face aux règles déontologiques en matière de services d'investissement : le banquier entre le marteau et l'enclume ».

[242] Comment ne pas citer, dans le contexte des obligations professionnelles dans le secteur financier et des règles de compétence qui les gouvernent, un arrêt de la Cour de cassation de France

99. La partie II de la loi relative au secteur financier a été remaniée par la *loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers* en vue de la transposition de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006. L'article 35 de la loi relative au secteur financier, ainsi modifié, restructure le champ d'application de ces obligations selon qu'il s'agit de celles des établissements de crédit, des entreprises d'investissement ou des autres PSF, et ce, comme l'explique le commentaire des articles sous l'article 127 de la loi du 13 juillet 2007[243], en regroupant dans cette partie II de la loi relative au secteur financier les chapitres « en fonction des personnes visées et non pas en fonction de thèmes », de manière telle que « les surveillés peuvent identifier tout de suite les dispositions qui leur sont applicables sans devoir engager au préalable une recherche visant à déterminer à l'intérieur de la partie II les dispositions qui les concernent plus particulièrement ».

C'est ce qui explique que le chapitre 2 de cette partie II de la loi traite des dispositions applicables aux PSF autres que les entreprises d'investissement, que le chapitre 3 détermine les dispositions applicables à certains PSF, et que le chapitre 4 s'applique aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

(civ., 1re du 26 septembre 2012, *Bulletin Droit et Banque*, nº 50, p. 27), bien que le problème ne soit pas limité à ces règles de compétence dans le domaine bancaire et qu'il porte sur le droit international privé et la compétence en général. Le cas tranché par cet arrêt portait sur une action en responsabilité pour le préjudice allégué résultant de la gestion d'un portefeuille de titres. La demanderesse, résident français, avait assigné la banque luxembourgeoise devant le Tribunal de première instance de Paris. La banque, ayant opposé l'incompétence de cette juridiction, invoquait la clause de ses conditions générales, absolument courantes auprès des banques luxembourgeoises, attribuant compétence exclusive aux tribunaux luxembourgeois, mais permettant à la banque d'agir devant tout autre tribunal compétent. La Cour d'appel de Paris et la Cour de cassation ont jugé que cette clause « revêtait un caractère potestatif à l'égard de la banque, de sorte qu'elle était contraire à l'objet et à la finalité de la prorogation de compétence ouverte par l'article 23 du règlement Bruxelles I » ; l'affaire ne semble pas avoir donné lieu à une demande de renvoi devant la Cour de justice de l'Union européenne pour examen préjudiciel. Cet arrêt a déclenché une levée de bouclier de la part de certains, la compréhension de la part d'autres auteurs, *cf.* E. Omes, « La clause attributive de juridiction potestative, ou quand la fin justifie les moyens », *Bulletin Droit et Banque*, nº 51, pp. 27-33, avec citation de nombreux auteurs. Cet auteur renvoie à la modification intervenue dans l'article 25 du Règlement communautaire (UE) nº 1215/2012 du 12 décembre 2012, estimant qu'« il faut attendre les décisions à venir, de préférence de la CJUE, pour voir si l'arrêt commenté restera cantonné au fait de l'affaire et aura l'effet éphémère souhaité par de nombreux commentateurs » ; voy. également P. Ancel et G. Cuniberti, *JTL*, 2013, nº 25, p. 8. Notons que la notion de potestativité, telle qu'invoquée par cet arrêt de la Cour de cassation française à l'appui du rejet des clauses conférant au seul créancier le droit d'introduire une action devant toute juridiction compétente en plus de la juridiction luxembourgeoise, a été écartée par le jugement du 29 janvier 2014 cité en note de bas de page nº 42, dans le cas d'un litige entre créanciers et débiteurs gagistes.

243 *Doc. parl.*, nº 5627, p. 108.

Les modifications les plus importantes sont celles du chapitre IV s'appliquant aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

100. L'article 37-1 concerne les exigences organisationnelles de ces entités, en complétant et en précisant les dispositions antérieurement contenues dans la loi du 12 mars 1998.

101. L'article 37-1 (5) traite de l'« externalisation » ou « *outsourcing* ». Selon le commentaire des articles[244], il s'agit d'une innovation également pour la directive qui est à la base de cette disposition puisque c'est la première fois qu'une directive communautaire établit des règles en matière d'externalisation[245]. Cette disposition vise le cas où ces établissements et entreprises confient à des tiers l'exécution de fonctions opérationnelles essentielles pour fournir de manière continue et satisfaisante des services aux clients ou pour exercer de manière continue et satisfaisante des activités. Ils doivent dans ce cas prendre « des mesures raisonnables pour éviter une augmentation excessive du risque opérationnel ». Le texte précise que « l'externalisation de fonctions opérationnelles importantes ne doit pas se faire de manière à nuire sensiblement à la qualité du contrôle interne […] ni de manière à empêcher la CSSF de contrôler que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement respectent les obligations qui leur incombent en vertu de la […] loi »[246].

Les termes « prendre des mesures raisonnables » impliquent qu'il s'agit, pour ces établissements et entreprises, d'une obligation de moyens et non d'une obligation de résultat, comme le signale le commentaire des articles à propos d'une autre obligation, celle de l'article 37-5 concernant l'exécution au mieux[247].

Le règlement grand-ducal du 13 juillet 2007 transposant entre autres la directive 2006/48/CE contient, dans sa section 2, sous les articles 13 et suivants, des précisions sur les mesures à prendre en cas d'externalisation vers des pays tiers.

102. L'article 37-3 détermine « les règles de conduite pour la fourniture de services d'investissement à des clients ».

---

244 *Doc. parl.*, nº 5627, p. 111.

245 Voy. au présent ouvrage M. Mey et M. Mouton, « L'externalisation dans le secteur financier luxembourgeois » et C. Pierre-Beausse et C. Di Lorenzo, « La sous-traitance informatique dans le secteur financier. Cadre légal et implications pratiques ».

246 Voy. au présent ouvrage M. Mey et M. Mouton, *op. cit.*

247 *Doc. parl.* nº 5627, p. 114.

Des règles de conduite dans le droit bancaire et financier avaient déjà été introduites à l'article 37 de la loi relative au secteur financier telle que modifiée par la loi du 12 mars 1998 transposant la directive 93/22/CEE « services d'investissement ». On se rappellera qu'à cette époque la question de savoir s'il fallait introduire des règles de conduite dans un texte à caractère de réglementation légale avait été discutée. La Chambre de commerce avait fait observer[248] que « les règles de conduite ou règles de déontologie proviennent d'une profession, de sa pratique et de ses usances […] et que, par définition, elles ne sont pas imposées par l'autorité publique », mais « s'imposent d'elles-mêmes à tout professionnel qui exerce son métier de bonne foi ». Cette objection avait déjà été écartée par le rapport de la Commission des finances et du budget[249].

103. La notion de règle de conduite a fait l'objet de plusieurs décisions de jurisprudence, en partie à première vue contradictoires, sur la question de savoir si, précisément au regard de leur caractère réglementaire, les règles de conduite peuvent être invoquées sur le plan du droit civil par des investisseurs se prétendant lésés par l'inobservation de ces conduites.

Un arrêt de la Cour du 13 février 2008[250] avait déclaré que « rien n'empêche les tribunaux – dans le cadre d'une action en responsabilité pour faute contre le professionnel – d'apprécier l'existence de cette faute en s'inspirant, indépendamment des stipulations contractuelles entre parties, des règles de conduite imposées à la banque par l'article 37 de la loi modifiée de 1993 sur le secteur financier […] ». Par contre, un arrêt de la Cour d'appel du 22 avril 2009[251] qui confirme un jugement du Tribunal de Luxembourg du 13 juillet 2005[252] déclare que « les règles de conduite édictées par la loi du 5 avril 1993 et la circulaire 2000/15 de la CFF […] sont conçues dans l'intérêt général, traduisent sur un plan strictement disciplinaire les normes déontologiques à observer par les professionnels du secteur financier, et ne constituent pas une base légale permettant aux particuliers d'agir directement en justice en invoquant une violation de ces dispositions »[253].

Le principe a toutefois été atténué par certaines décisions de première instance qui admettent que, « si le non-respect d'une règle de conduite prescrite par la loi du 5 avril 1993 sur le secteur financier […] ne saurait fonder par lui-même

---

248 *Doc. parl.*, nº 4066/2.

249 *Doc. parl.*, nº 4066/3.

250 Nº 32019, commenté par N. Thieltgen, *Bulletin Droit et Banque*, nº 42, p. 19.

251 Nº 32760 du rôle.

252 Nº 88183 du rôle.

253 Dans ce sens, voy. également A. Morel et E. Omes, *L'obligation d'information et de conseil du banquier*, *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 2, Larcier, 2004, p. 484.

une action en responsabilité contre la banque, il peut, le cas échéant, contribuer à caractériser comme fautif le comportement en question au regard des obligations contractuelles à charge du banquier »… à tel point que, « en fonction de leur contenu respectif, les règles de conduite peuvent dès lors s'incorporer aux obligations contractuelles qui incombent à la banque […] »[254].

La Cour d'appel a, en revanche[255], confirmé sa jurisprudence, sans restriction, par un arrêt rendu le 13 mars 2013[256]. Il est vrai que le type d'obligation professionnelle n'était pas celui des règles de conduite, s'agissant d'une affaire où le client de la banque critiquait l'exécution d'un virement que, selon le demandeur, la banque aurait dû refuser d'exécuter au regard de ses obligations relatives à la lutte contre le blanchiment. La Cour déclare que « l'obligation de vigilance imposée aux organismes financiers en application de l'article 40 de la loi relative à la lutte contre le blanchiment aux termes duquel les établissements de crédit sont tenus de s'abstenir d'exécuter la transaction qu'ils savent ou soupçonnent d'être liée au blanchiment » n'a « pour seule finalité que la détection de transactions portant sur des sommes en provenance du trafic de stupéfiants ou d'activités criminelles organisées » et que « la victime d'agissements frauduleux ne peut se prévaloir de l'inobservation d'obligations résultant de ces textes pour réclamer des dommages-intérêts à l'établissement financier »[257].

104. Les autres dispositions importantes de l'article 37-3 sont celles de ses paragraphes (4) et (5).

Le paragraphe (4) vise le test dit de la « *suitability* »[258] en imposant aux établissements et entreprises de « se procurer les informations nécessaires » concernant « les connaissances et l'expérience du client ou du client potentiel en matière d'investissement en rapport avec le type spécifique de produit ou de service, la situation financière et les objectifs d'investissement du client ou client potentiel concerné, de manière à pouvoir lui recommander les services d'investissement et les instruments financiers qui lui conviennent ».

---

254 Récemment encore Tribunal Luxembourg du 16 novembre 2012, n° 138507 du rôle.

255 Invoquant un arrêt antérieur de la IXe chambre de la Cour du 8 novembre 2012 (n° 37050 du rôle).

256 N° 37273 du rôle, IVe chambre.

257 Quant à la valeur juridique des guides de bonne pratique, I. Riassetto, « Fonds islamiques. Le guide de bonne pratique de l'Association luxembourgeoise des fonds d'investissement (ALFI) », *JTL*, 5 avril 2013, n° 26, p. 40, notamment nos 51 et suivants sur la valeur juridique des guides de bonne pratique en général.

258 *Doc. parl.*, n° 5627, commentaire des articles, p. 113 ; voy. également sur cette notion circulaire CSSF 13/563 du 19 mars 2013.

Le paragraphe (5) vise le test de l'« *appropriateness* » en exigeant des établissements et entreprises de « demander au client ou au client potentiel » de « donner des informations sur ses connaissances et sur son expérience en matière d'investissement en rapport avec le type spécifique de produit ou de service proposé ou demandé pour être en mesure d'évaluer si le service ou le produit d'investissement envisagé est approprié pour le client ».

En exécution de la loi du 13 juillet 2007, le règlement grand-ducal du 13 juillet 2007 donne des précisions notamment en vue de l'application de ces paragraphes. L'article 43 de ce règlement grand-ducal précise les renseignements concernant les connaissances et l'expérience du client en matière d'investissement que la banque doit obtenir.

En application de ces dispositions, les banques de la place ont établi des documents standards d'interrogation du client sous la forme de « profil de risque », afin de déterminer, sur cette base, la « stratégie de placement » à retenir par le client, avec une classification de cette stratégie.

105. Le paragraphe (6) de l'article 37-3 vise le cas où les établissements et entreprises fournissent des services d'investissement qui comprennent uniquement l'exécution et/ou la réception et la transmission d'ordres de client, cas du « *execution only* »[259]. Dans ce cas, les exigences sont allégées si certaines conditions sont remplies et, en premier lieu, selon le premier tiret de ce paragraphe, qu'il s'agisse, selon la terminologie de l'article 18 de la directive 2006/73/CE d'« instruments financiers non complexes », s'agissant d'actions admises à la négociation sur un marché réglementé ou de parts d'OPCVM. Il est exigé en outre que le service soit fourni à l'initiative du client et que le client ait été informé de ce que l'établissement ou l'entreprise n'est pas tenu d'évaluer si l'instrument ou le service fourni convient au client et que, par conséquent, le client ne bénéficie pas de la protection correspondante des règles de conduite. Il faut enfin que l'établissement ou l'entreprise se conforme aux obligations prévues par l'article 77-2, à savoir d'avoir pris les mesures raisonnables pour détecter les conflits d'intérêts.

106. L'article 37-5 vise l'obligation, dite « *best execution* », d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client.

Aux termes du paragraphe (1), les établissements de crédit et les entreprises d'investissement « doivent prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour leur client […] » et, à cet effet, selon le paragraphe (2), elles doivent établir et mettre en œuvre des dispositions efficaces pour se conformer à cette obligation.

---

[259] *Doc. parl.*, nº 5627, commentaire des articles, p. 111.

C'est à ce propos que le commentaire des articles du projet de loi n° 5627[260] note qu'il s'agit, à propos de ces obligations et de ces mesures, d'une obligation de moyens, et non d'une obligation de résultat.

107. Les articles 37-6 à 37-8 contiennent les règles de traitement des ordres des clients, celles concernant les transactions avec des contreparties éligibles et les obligations qui incombent aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement qui font appel à des agents liés.

108. Les obligations professionnelles en matière de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme relèvent essentiellement des dispositions des lois pénales, et donc des lois des 12 novembre 2004 portant transposition de la directive 2001/97/CE du 4 décembre 2001[261] et du 27 octobre 2010 portant, en outre, organisation des contrôles du transport physique de l'argent liquide et relative à la mise en œuvre de résolutions du Conseil de sécurité des Nations Unies et d'actes adoptés par l'Union européenne à l'encontre de certaines personnes, entités et groupes dans le cadre de la lutte contre le financement du terrorisme. L'article 39 de la loi relative au secteur financier a donc pu se limiter à préciser les obligations touchant particulièrement au secteur financier telles que les obligations de vigilance à l'égard de la clientèle, d'organisation interne adéquate et de coopération avec les autorités. Une disposition supplémentaire rappelle l'obligation de tout professionnel de donner suite, de manière exhaustive et sans délai, aux demandes qui lui sont adressées par les autorités compétentes en matière de lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme, et qui porte sur les informations accompagnant les virements de fonds et les informations conservées correspondantes, et ce, « nonobstant toute règle de secret professionnel »[262].

109. L'obligation au secret professionnel reste régie par l'article 41 de la loi relative au secteur financier[263]. Cette obligation a été allégée par la disposi-

---

260 *Doc. parl.*, n° 5627, p. 114.

261 *Cf.* C. Bourin-Dion, « La course à la législation antiblanchiment ou "qui peut montrer patte blanche" », *JTL*, 12 juin 2009, n° 3, p. 73 ; A. Hoffmann et J. De Mayer, « Le blanchiment à l'envers : l'indépendance exagérée du blanchiment-détention », *Bulletin Droit et Banque*, n° 51, p. 49 ; à propos d'un jugement du tribunal correctionnel du Luxembourg, 7 mai 2012, *Bulletin Droit et Banque*, n° 51, p. 47.

262 *Cf.* O. Poelmans, « L'obligation de dénonciation du banquier et la notion d'indice de blanchiment », note *DA/OR*, 2008/86 à la suite d'un arrêt de la Cour du 21 octobre 2005.

263 Jurisprudence et doctrine :

– quant aux droits de la défense devant l'obligation au secret professionnel : Tribunal d'arrondissement de Luxembourg, chambre correctionnelle, 26 juin 2012, *Bulletin Droit et Banque*, n° 50, p. 68 avec commentaire de Ph. Dupont, p. 72 ;

tion citée ci-dessus de l'article 39 de la loi relative au secteur financier et, à la suite de la loi du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme, par le paragraphe (4) de l'article 41 en vertu de cette même loi quant aux informations à fournir par les établissements de crédit ou les PSF faisant partie d'un groupe financier[264], et ce, dans la mesure nécessaire à la gestion globale des risques juridiques et de réputation liés au blanchiment ou au financement du terrorisme. La loi du 13 juillet 2007 relative au marché d'instruments financiers lève le secret professionnel dans la mesure où les renseignements à communiquer à des établissements de crédit et certains PSF sont fournis dans le cadre d'un contrat de service. Une disposition analogue est prévue au paragraphe (5)*bis* de l'article 41 depuis la loi du 21 décembre 2012 concernant les compétences de l'Autorité européenne de surveillance.

Plus généralement, depuis la *loi du 2 août 2003 portant modification de la loi relative au secteur financier*, le paragraphe (7) de l'article 41 dispose que

– sur l'opposabilité du secret bancaire au bénéficiaire économique, Cour d'appel, 19 octobre 2011 (réformant un jugement du 19 novembre 2009), commenté *in Chronique de jurisprudence de droit bancaire luxembourgeois* par N. Thieltgen et A.-M. Ka, *Bulletin Droit et Banque*, nº 50, p. 79; observations A. Schmitt, *JTL*, 5 juin 2012, nº 21, p. 83; voy. note antérieure A. Schmitt au *JTL*, nº 9, p. 112;
– quant au rapport entre le secret professionnel et le droit d'information des investisseurs dans le contexte d'un OPC, quant à la non-applicabilité du secret bancaire aux OPC en tant que tels, ainsi que, quant à la portée de l'obligation au secret de la CSSF, Tribunal Luxembourg référé 4 mars 2009, *Bulletin Droit et Banque*, nº 44, p. 56, avec commentaire N. Thieltgen.
Cf. Christophe Liebertz et Carole Schmidt: «Le secret bancaire luxembourgeois face au mandat dans la perspective du banquier», *Bulletin Droit et Banque*, bulletin hors-série fin 2005, p. 37;
– quant aux limites de l'obligation au secret bancaire: A. de Jerphanion et O. Poelmans, «Le secret bancaire luxembourgeois, principe, exception et opposabilité aux juridictions civiles», *DA/OR*, 2006/80, p. 390, à la suite de plusieurs décisions judiciaires: Cour, 5 novembre 2003, 24 mars 2004 et tribunal d'arrondissement, 15 février 2006, citées in *DA/OR*, 2006/80, pp. 385 et s.;
– quant à la nature de l'obligation au secret professionnel, *cf. supra* notes sous «Les obligations professionnelles» précédant le nº 99;
– voy. quant au champ d'application du secret professionnel et au regard de la protection des personnes à l'égard du traitement des données à caractère personnel: Tribunal Luxembourg 15 juin 2011, *Bulletin d'information sur la jurisprudence*, nº 3/2012;
– Le secret bancaire de droit luxembourgeois a connu une reconnaissance, et ce, au regard de la légitimité du refus de réponse à une demande d'attestation négative, dans un arrêt de la Cour d'appel de Liège du 15 septembre 2005, *Bulletin Droit et Banque*, nº 40, p. 57, commenté par O. Poelmans : «Le secret bancaire luxembourgeois et l'attestation négative»;
– voy. au présent ouvrage: P. Gregorius et B. Kieffer : «Le secret bancaire luxembourgeois: sense and sensibility».

[264] *Cf.* H. Heymer, «La gestion internationale du risque bancaire face au secret professionnel à Luxembourg», *Bulletin Droit et Banque*, nº 41, p. 17. Voy. notamment p. 22.

« quiconque est tenu à l'obligation au secret *(professionnel)* et a légalement révélé un renseignement couvert par cette obligation ne peut encourir de ce seul fait une responsabilité pénale ou civile ».

110. Le secret professionnel des établissements de crédit et des PSF n'est pas affecté par la *loi du 31 mars 2010 portant approbation des conventions fiscales et prévoyant la procédure y applicable en matière d'échange de renseignements sur demande*, ni par la *loi du 29 mars 2013 portant transposition de la directive 2011/16/UE du 15 février 2011 relative à la coopération administrative dans le domaine fiscal*. Cette dernière loi prévoit bien, en son chapitre 3, l'échange de renseignements sur demande entre les autorités compétentes des États membres sur la demande des autorités requérantes et, dans certains cas déterminés, selon le chapitre 4, l'échange spontané d'informations entre ces autorités, mais ne touche ni au secret professionnel des établissements de crédit et des PSF à l'égard de ces autorités ni aux dispositions du règlement grand-ducal du 24 mars 1989 insérées dans le paragraphe 178*bis* de la loi générale des impôts interdisant les demandes d'information des administrations fiscales aux établissements de crédit, aux autres professionnels du secteur financier, aux organismes de placement collectif et aux sociétés de gestion de patrimoine familial[265].

On peut espérer qu'il n'en sera pas autrement lorsque, à l'échéance de 2015, le Luxembourg se sera plié aux exigences de l'Union européenne pour l'échange automatique des informations portant initialement sur les revenus d'intérêts, sauf quant aux informations à fournir en vertu de ces nouvelles dispositions.

Section 3
La législation sur les marchés réglementés et non réglementés

111. Dans l'examen de la décennie 1993-2003, ce titre portait encore l'intitulé « La législation boursière ». Le terme est dorénavant, à beaucoup d'égards, dépassé, puisque la législation européenne ne se réfère plus aux titres cotés en bourse, mais aux valeurs mobilières admises sur un « marché réglementé » et qu'elle introduit, en dehors du marché réglementé, les « *Multiple Trading Facility* » (MTF) comparables au marché réglementé, mais exploités soit par un opérateur de marché, comme c'est le cas pour le marché réglementé, soit par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement. La législa-

[265] Voy. cependant Dr St. Braum et V. Covolo : « Le droit pénal européen et l'échange de renseignements en matière fiscale : conséquence sur le secret bancaire en droit luxembourgeois », *Annales de droit luxembourgeois*, vol. 20, 2010, notamment pp. 89 et s.

tion connaît encore les « internalisateurs systématiques » (IS), utilisés par les opérateurs pour leurs besoins propres.

Alors que, par le passé, la Bourse était considérée en quelque sorte comme un service public, ces régimes, réglementés ou non, sont considérés comme des opérations commerciales ouvertes à la concurrence[266].

Au-delà de la terminologie, ce sont les compétences qui ont été modifiées, puisque les anciennes attributions de la Bourse, sauf exception, ont été transférées à la Commission de surveillance du secteur financier[267].

Sous-section 1

La loi MiFID

112. La *loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers*, transposant la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004[268] – couramment appelée MiFID selon la version anglaise de la directive « *Markets In Financial Instruments* » – mérite, bien qu'elle ne soit pas la première en date des lois qui concernent les marchés réglementés et non réglementés d'instruments financiers, d'être présentée en premier lieu, puisqu'elle institue un régime réglementaire complet des marchés d'instruments financiers.

Comme nous l'avons constaté aux sections précédentes, cette loi comporte aussi la modification de plusieurs autres lois concernant le secteur financier, et notamment de la loi relative au secteur financier, modifications qui ont été traitées ci-dessus sous leurs sous-sections respectives.

113. Le chapitre 1 de la loi qui, selon l'article 2, s'applique aux marchés réglementés pour lesquels le Luxembourg est État membre d'origine ainsi qu'à leurs opérateurs, règle d'abord, dans ses articles 3 et suivants, les conditions d'agrément pour l'établissement d'un marché réglementé. L'agrément est, selon l'article 3.1, à émettre par le ministre ayant dans ses attributions la CSSF, après instruction par celle-ci. Les articles 8 et suivants prévoient les conditions que doivent remplir les marchés réglementés en ce qui concerne l'admission des instruments financiers à la négociation.

---

266 *Doc. parl.*, n° 5627/5, *ad* 3.6, p. 5.

267 Qui, depuis la modification par la loi du 3 juillet 2012, est dorénavant désignée, dans la législation, par le sigle CSSF.

268 Le titre II de la loi qui contient notamment de nombreuses modifications à la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, a notamment été traité sous les n°s 75 et 76 *supra*.

L'article 11 de la loi, qui concerne les marchés agréés dans les autres États membres, accorde à ceux-ci l'accès à l'activité au Luxembourg, consacrant, par réciprocité, le « passeport européen » en ce domaine[269].

Les articles 13 et 14 précisent les exigences de transparence avant et après la négociation applicables aux marchés réglementés ainsi que les dispositions relatives aux contreparties centrales, aux organismes de compensation et aux systèmes de règlement.

114. Le chapitre 2 de la loi porte sur les MTF, du nom anglais *Multiple Trading Facility*. L'article 18 précise les établissements qui sont autorisés à exploiter un MTF au Luxembourg, à savoir, en plus des opérateurs d'un marché réglementé, les établissements de crédit de droit luxembourgeois et les succursales luxembourgeoises d'établissements de crédit agréés dans un autre État membre ou dans un pays tiers.

S'agissant ici d'établissements déjà agréés soit au Luxembourg, soit dans un État membre, soit dans un État tiers, l'exploitation d'un MTF en elle-même ne requiert pas d'agrément proprement dit, à condition toutefois que la CSSF se soit assurée au préalable que ces établissements satisfont aux exigences concernant le processus de négociation et de dénouement des transactions sur les MTF telles que prévues par l'article 20 de la loi.

Selon l'article 19, les opérateurs exploitant un MTF dans un autre État membre peuvent prendre au Luxembourg les dispositions appropriées pour permettre aux membres et participants établis au Luxembourg d'adhérer ou d'accéder à leur système et de l'utiliser à distance, sous condition de l'information donnée à la CSSF par l'État membre en question, la réciproque étant le cas pour les exploitants luxembourgeois d'un MTF étranger.

115. Le chapitre 3 vise les « internalisateurs systématiques » en actions, IS, qui sont les établissements de crédit ou entreprises d'investissement qui « de façon organisée, fréquente et systématique, négocient pour compte propre en exécutant les ordres des clients en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF ».

116. Le chapitre 4 contient des obligations de transparence après négociation, de déclaration et d'enregistrement, et l'obligation de préserver l'intégrité du marché, de déclarer les transactions conclues et d'en conserver l'enregistrement, ainsi que l'obligation au secret professionnel auquel sont soumis les établissements de crédit et les entreprises d'investissement qui concluent des transactions.

---

[269] Exposé des motifs, *Doc. parl.*, nº 5627, p. 3.

Pour les MTF, ces exigences de transparence sont, selon les articles 22 et 23 de la loi, les mêmes, *mutatis mutandis*, que pour le marché réglementé. Il en est de même, selon l'article 24, des dispositions relatives aux contreparties.

117. Le chapitre 5 désigne comme autorité compétente au Luxembourg, chargée de la surveillance des marchés d'instruments financiers, la CSSF et en détermine les pouvoirs et règle la coopération de la CSSF avec les autorités compétentes étrangères et l'échange d'informations entre la CSSF et ces autorités.

118. En son article 40, la loi dispose que les décisions prises par le marché réglementé, le MTF ou l'opérateur de marché sont susceptibles de recours devant la juridiction de droit commun, s'agissant donc d'un recours en annulation. La loi ne traite pas spécialement des recours contre les sanctions administratives sous forme d'une amende, de publication et, dans les cas graves, d'interdiction d'exercice que la CSSF peut prendre en vertu de l'article 41 de la loi, le recours contre ces décisions relevant dès lors également du droit commun et ne permettant pas le recours en pleine juridiction.

Ces dispositions auraient-elles échappé à la vigilance du Conseil d'État qui, de façon constante, s'oppose formellement à l'institution de recours en annulation seulement contre des décisions administratives portant des sanctions, et ce, en se référant, au nom de l'analogie des sanctions administratives aux sanctions pénales, à l'article 6.1 de la Convention européenne des droits de l'homme[270] ?

119. Le chapitre 6 traite, entre autres, de la « tenue d'une cote officielle » rendue facultative pour les opérateurs des marchés d'instruments financiers, système qui existe depuis longtemps auprès de la Bourse de Luxembourg.

L'article 175 de la loi dispose que la société de la Bourse de Luxembourg est réputée avoir obtenu l'agrément pour le marché réglementé et être autorisée à exploiter l'« Euro MTF ». Le règlement d'ordre intérieur de la Bourse de Luxembourg, actuellement en son édition 2012/05, contient, à son chapitre 10, des dispositions supplémentaires pour les émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur ce marché.

[270] Pour comparaison, l'article 27 de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus, l'article 34 de la loi du 9 mai 2006 relative aux abus de marché et l'article 25 de la loi du 11 juillet 2008 relative aux obligations de transparence prévoient le recours en pleine juridiction à l'encontre des décisions prononçant des sanctions administratives.

Sous-section 2
La loi « prospectus »

120. La *loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières* qui porte transposition de la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003, a pour objet, selon son article premier, d'établir les exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché de valeurs mobilières[271].

La loi a été modifiée par la loi du 3 juillet 2012 en vue de la transposition de la directive 2010/73/UE modifiant la directive 2003/71/CE et par la loi du 21 décembre 2012 portant transposition de la directive 2010/78/UE concernant les compétences de l'autorité européenne de surveillance.

121. La directive et la loi qui assure sa transposition instaurent un « passeport européen unique » pour les émetteurs de telles valeurs mobilières, en ce sens qu'un prospectus, une fois approuvé par l'autorité d'un État membre, doit être accepté partout dans l'Union européenne. L'importance du passeport européen a été soulignée lors des travaux préparatoires constatant que la Bourse de Luxembourg est la deuxième place de cotation dans le monde en matière obligataire, après le *New York Stock Exchange*, avec plus de 24 000 lignes de cotations obligataires[272].

Le passeport européen ne s'applique cependant qu'aux offres publiques et admissions de valeurs relevant de la Partie II de la loi, à savoir « aux offres au public de valeurs mobilières et aux admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé […] ».

Le « marché réglementé » est défini[273] comme « un système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché au sens de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément aux dispositions relatives aux marchés réglementés

[271] *Cf.* H. Wagner : « The impact of the prospectus directive on the Luxembourg securities markets », *Bulletin Droit et Banque*, nº 38, p. 7 et s.

[272] Rapport de la Commission des finances et du budget du 22 juin 2005, *Doc. parl.*, nº 5444/4, p. 3.

[273] Par l'article 2.

de l'Espace économique européen » et qui, à ce titre, « figure sur la liste de tous les marchés réglementés publiée par la Commission européenne »[274].

Sont exclues du marché réglementé et donc du régime du passeport européen, selon l'article 4.2 de la loi, entre autres les parts émises par les organismes de placement collectif du type autre que fermé qui bénéficient, s'ils répondent aux conditions UCITS, de leur propre « *passeport* ».

Le prospectus européen résulte de la reconnaissance et de l'approbation du prospectus par l'État membre d'origine et de la notification de cette approbation à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil et, depuis l'entrée en vigueur de la loi du 3 juillet 2012, de l'Autorité européenne des marchés financiers[275].

122. Comme son titre l'indique, la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières détermine les modalités des offres publiques et d'admission à la négociation sur un marché réglementé[276], les conditions de leur approbation et leur contenu[277], les conditions et modalités de coopération entre les autorités et le régime linguistique des prospectus[278]. La loi détermine également la responsabilité concernant le prospectus[279].

123. La partie III de la loi traite des offres au public et des admissions à la négociation sur un marché réglementé non visées par la partie II – et donc hors « passeport unique » – pour lesquelles la loi prévoit l'approbation par un « prospectus simplifié »[280].

La loi porte en ses articles 25 et 26, et son article 44 pour les prospectus simplifiés, des sanctions administratives et pénales et, en son article 27, un recours en pleine juridiction devant le tribunal administratif à l'encontre des décisions de la CSSF prises dans le contexte de la loi, même sur celles ne portant pas sur les sanctions, ce qui distingue la loi prospectus de certaines autres dispositions qui n'ouvrent pour ces décisions qu'un recours en annulation.

124. En sa partie IV, la loi contenant l'article 61 introduit un régime de « marché alternatif », qui ne figure donc pas sur la liste des marchés réglementés publiée par la Commission européenne.

---

274 Article 4, paragraphe 1 et définition k) figurant à l'article 2 de la loi.

275 Article 18 et suivants de la loi.

276 Articles 5 et suivants et 45 et suivants pour le prospectus simplifié.

277 Articles 7 et suivants et 47 et suivants pour le prospectus simplifié.

278 Articles 20 et suivants et 41 et suivants pour les prospectus simplifiés.

279 Articles 9 et suivants et 33 et suivants pour le prospectus simplifié.

280 Articles 31 et suivants de la loi.

125. La loi du 10 juillet 2005 n'attribue plus à la Bourse de Luxembourg, mais à la CSSF, compétence dans le domaine de l'approbation des prospectus pour les offres au public de valeurs mobilières et les admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. L'autorité luxembourgeoise est compétente lorsque le Luxembourg est État membre d'origine ou État d'accueil au sens de la loi[281].

La Bourse de Luxembourg reste toutefois compétente lorsqu'il s'agit de la seule admission au marché réglementé de ces titres, pour approuver les prospectus qui ne tombent pas sous la partie II de la loi et pour les admissions de valeurs mobilières sur un marché alternatif lorsque la Bourse de Luxembourg est l'opérateur de ce marché.

Sous-section 3
La loi « transparence »

126. La *loi du 11 janvier 2008*, telle que modifiée par les lois du 18 décembre 2009, 28 avril 2011, 3 juillet 2012 et 21 décembre 2012, *relative aux obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé*, constitue la transposition en droit luxembourgeois de la directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004.[282]

Comme le signale l'exposé des motifs[283], l'objectif principal de la directive et de la loi de transposition est d'imposer, sur le plan communautaire, un niveau de transparence et d'information adapté aux objectifs de la protection des investisseurs et de l'efficacité du marché.

La loi s'applique, selon son article 2 (1), aux émetteurs de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre. Dès lors que les obligations de transparence ne s'appliquent qu'aux marchés réglementés, il appartient, comme l'avis de la Chambre de commerce[284] le fait observer à juste titre, à la Bourse de Luxembourg, notamment pour son Euro MTF, de maintenir les dispositions de son règlement d'ordre intérieur ou de l'équivalent de ce règlement. C'est ce que la Bourse a fait, encore dans son édition 2012/05, à son chapitre 10[285].

---

281 Articles 4.1 et 7 de la loi.

282 Modifiée depuis lors par la directive 2013/50/UE du 22 octobre 2013.

283 *Doc. parl.*, nº 5711, p. 2.

284 *Doc. parl.*, nº 5711/3.

285 *Supra*, nº 119.

La loi ne s'applique pas aux parts émises par des organismes de placement collectif autres que ceux du type fermé ni aux parts acquises ou cédées dans de tels organismes. La loi porte également exemption pour les valeurs mobilières émises par l'État luxembourgeois ou par les communes.

La réalisation de l'objectif de la loi est recherchée sur deux principaux volets.

127. Le premier volet, contenu au chapitre II de la loi, a pour objet l'amélioration de l'information financière « périodique » par une information comportant, outre le rapport annuel, un rapport financier semestriel et soit des déclarations intermédiaires de la direction sur tout événement modifiant la structure des participations importantes, soit des rapports financiers trimestriels.

Ces obligations d'information ne s'appliquent pas, suivant les exemptions figurant à l'article 7, aux collectivités publiques nationales ou européennes. Elles ne s'appliquent pas non plus aux entités qui émettent uniquement des titres de créance à grandes coupures et à certains établissements de crédit émettant des titres de créance ne dépassant pas un montant total de cent millions d'euros.

128. Le deuxième volet vise, au chapitre III de la loi, l'information « continue » et, en premier lieu, celle concernant les participations importantes. La section 1re consiste à remplacer, pour les compléter, les dispositions de la loi du 4 décembre 1992 sur les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse. Désormais, le seuil premier de participation donnant lieu à notification est de 5 %, et un seuil supplémentaire de 15 % est ajouté, de sorte que, selon l'article 8 de la loi, les seuils sont de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33 1/3 %, 50 % et 66 2/3 %. Le seuil de 5 % ne s'applique pas sous certaines conditions à l'acquisition ou à la cession d'une participation importante par un teneur de marché.

L'obligation de notification s'applique dans certains autres cas définis à l'article 9, notamment à l'acquisition ou à la cession de pourcentages importants de droits de vote par des tiers à la suite d'accords, par des bénéficiaires de garanties et des usufruitiers.

Suivant l'article 11 de la loi, la CSSF détermine le contenu et la forme de la notification dont la loi détermine le minimum des informations requises. La notification est faite par l'acquéreur ou le cédant à l'émetteur le plus tôt possible et au plus tard dans un délai de quatre jours de cotation. Dès réception de la notification, l'émetteur publie toute l'information contenue dans la notification.

129. La section II de ce chapitre impose aux émetteurs d'actions et aux émetteurs de titres de créance admis à la négociation sur un marché réglementé

certaines obligations dont en premier lieu, selon l'article 16 (1) de la loi, l'égalité de traitement des détenteurs de ces titres[286].

130. Le chapitre IV de la loi institue le contrôle de l'observation de la loi par la CSSF, règle le régime des langues et l'accès aux informations réglementées dans les autres États membres et dans les pays tiers.

131. L'article 20 de la loi prévoit l'institution d'« un ou plusieurs mécanisme(s) officiellement désigné(s) pour le stockage centralisé des informations réglementées désignées comme "OAM" (*Official Appointed Mechanisms*) » qui sont à désigner par voie de règlement grand-ducal. [287] Il semble qu'à ce jour un règlement d'administration publique ne soit pas intervenu.

132. Le chapitre V de la loi désigne la CSSF comme l'autorité compétente pour veiller à l'application des dispositions de la loi, détermine les pouvoirs de la CSSF et sa coopération avec les États membres.

Le chapitre VI prévoit des sanctions administratives et pénales et prévoit un recours en pleine juridiction devant le tribunal administratif à l'encontre des décisions de la CSSF prises dans le contexte de la loi.

Sous-section 4
La loi « abus de marché »

133. La *loi du 9 mai 2006 relative aux abus de marché*, qui transpose la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 et trois directives d'exécution de la Commission, porte sur deux types d'abus de marché, d'une part, l'interdiction des opérations d'initiés, d'autre part les « manipulations » de marché[288].

Quant au premier type d'abus, l'objet de la loi n'est pas nouveau. En effet, le délit d'initié avait fait l'objet de la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés,

---

[286] Quant à l'incidence de ces dispositions sur le rachat de titres dans le marché : H. Wagner, « Debt buy-backs and liability management : new buzz words », *Bulletin Droit et Banque*, n° 44, pp. 8 et s., et A.-M. Nicolas, « How to deal with a distressed borrower and a difficult market », *Bulletin Droit et Banque*, n° 44, p. 27.

[287] Le Conseil d'État avait relevé le caractère plutôt flou de cette institution non encore existante (*Doc. parl.*, n° 5711/1, *ad* chapitres IV et V). Le rapport de la Commission des finances et du budget (*Doc. parl.*, n° 5711/3, pp. 6 et 7) avait constaté que la réglementation européenne en matière OAM n'était pas finalisée et continuait à se développer selon la recommandation 2007/657/CE de la Commission européenne du 11 octobre 2007 et que l'intention de la Commission européenne était de maintenir le caractère de recommandation concernant le réseau électronique OAM appelé à relier les mécanismes de stockage centralisé des informations.

[288] *Cf.* L. Schummer, « MAD ou la tentative de lutter contre les abus de marché par la loi du 9 mai 2006 », *Bulletin Droit et Banque*, n° 40, pp. 7 et s.

loi qui transposait la directive 89/592/CEE[289]. Par contre, le deuxième type d'abus de marché, la manipulation de marché, ne figurait ni dans la directive de 1989 ni dans la loi du 3 mai 1991.

134. Quant au 1er volet, l'article 8 de la loi désigne les « initiés ». Il s'agit de toute personne qui détient une information privilégiée, « en raison de sa qualité de membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur », ou « en raison de sa participation dans le capital de l'émetteur » ou « de son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions », ou encore « en raison de ses activités criminelles ».

L'information est *privilégiée*, selon la définition qui figure à l'article 1er, point 1) de la loi, lorsqu'elle est « à caractère précis », qu'elle n'a pas été rendue publique, et que, si elle était rendue publique, elle « serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés ».

La loi interdit donc à l'initié d'utiliser l'information privilégiée « en acquérant ou en cédant ou en tentant d'acquérir ou de céder pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information »[290].

L'article 9 de la loi interdit en outre à l'initié de communiquer une information privilégiée à une autre personne, si ce n'est dans le cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, et encore de recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base de l'information privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

---

[289] Sous ce régime, Tribunal Luxembourg, 13 juillet 2004, *Bulletin Droit et Banque*, janvier 2005, nº 36, p. 57, O. Poelmans et S. Conin, « Le délit d'initié : 1re décision de jurisprudence et projet de réforme législative ».

[290] La Cour de justice de l'Union européenne a été amenée, dans son arrêt Spector du 23 décembre 2009 (affaire C-45/08), à cerner de plus près la notion d'« utilisation » de l'information privilégiée. En particulier, le simple fait d'agir, même en connaissance d'une information privilégiée, n'en constitue pas nécessairement l'utilisation (considérant 65 de cet arrêt) ; voy. le commentaire de cet arrêt par Ph.-E. Partsch *in* « Chronique de jurisprudence de droit bancaire et financier européen », *Bulletin Droit et Banque*, nº 45, p. 85 ; voy. aussi Fr. Fayot et C. Martins Costa, *Annales du droit luxembourgeois*, vol. 21, p. 293. La doctrine en a conclu que « c'est le caractère indu de l'utilisation de l'information qui porte atteinte au marché et non l'opération » (P. H. Conac, *Journal de droit européen*, 2010, nº 171, pp. 216 à 218). Il faut en déduire que l'utilisation d'une opération d'initié n'est pas une infraction purement matérielle. (Dans ce sens, à propos de l'infraction à l'obligation de publier les comptes annuels, Cour de cassation Luxembourg, 25 février 2010, nos 2734 et 2735).

Cette interdiction s'applique, selon l'article 10, à toute autre personne que les personnes visées aux articles 8 et 9 qui « détient une information privilégiée et qui sait ou aurait dû savoir qu'il s'agit d'information privilégiée ».

135. Quant au deuxième volet de l'abus de marché, l'article 11 interdit à toute personne « de procéder à une manipulation de marché ». La manipulation de marché est définie à l'article 1er, sous le point 2), comme « le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers, ou qui fixent par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel »[291] [292].

Cette infraction s'applique à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse que les raisons qui l'ont poussée à le faire sont légitimes et que ces opérations ou ces ordres sont conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné.

À l'excuse ainsi définie, il y a donc, d'après la conjonction « et », une double condition, d'une part, la légitimité des raisons qui ont poussé à effectuer une telle opération, d'autre part, que ces ordres soient conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé.

136. Les « pratiques de marché admises » sont définies au point 7) de l'article 1 avec, là encore, une double condition, que les pratiques soient susceptibles d'être utilisées sur un ou plusieurs marchés financiers et qu'elles soient « acceptées conformément à la présente loi ».

Le texte correspondant de la directive, l'article 1.5), emploie à ce sujet une formule plus précise qui vise les pratiques « qui sont acceptées par l'autorité compétente conformément aux orientations adoptées par la Commission sous la procédure prévue à l'article 17, paragraphe 2 ». Le commentaire des articles du projet de loi nº 5415 indique que la définition doit être lue ensemble avec l'article 31 « qui en fixe les modalités pratiques »[293].

---

[291] Voy., quant à la notion de manipulation de marché, l'arrêt de la Cour de justice de l'Union européenne du 7 juillet 2011, commenté par Ph. E. Partsch, « Chronique de jurisprudence de droit bancaire et financier européen », *Bulletin Droit et Banque*, nº 48, p. 93.

[292] Quant à l'incidence des dispositions concernant l'abus de marché sur le rachat de titres : H. Wagner, « Debt buy-backs and liability management : new buzz words », *Bulletin Droit et Banque*, nº 44, pp. 8 et s.

[293] *Doc. parl.*, nº 5415, p. 24.

Effectivement, l'article 31 énonce, en son paragraphe 1, les critères que la CSSF prend en compte dans son évaluation de l'acceptabilité d'une pratique de marché particulière, critères que la directive énonce à ses articles 2 et 3[294].

L'article 31 prévoit qu'à ce sujet la CSSF consulte les autorités compétentes des pays dans lesquels il existe des marchés pouvant être comparés aux marchés concernés, cette consultation étant considérée comme un élément clé de la procédure aux fins d'aboutir à la coordination et à la convergence des décisions prises par les autorités nationales, notamment par la communication des décisions de la CSSF au Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CESR). Aussi la CSSF se réfère-t-elle aux différents documents émis par la CESR[295] et, depuis 2011, par l'ESMA.

On ne connaît pas, à ce jour, de décisions que la CSSF aurait rendues publiques sur l'acceptation d'une pratique de marché concerné comme le prévoit le point 6 de l'article 31.

137. Selon la définition qui figure au point 2 de l'article 1er, l'interdiction des manipulations de marché ne porte pas seulement sur les opérations de marché et l'émission effective d'ordres, mais également sur la diffusion d'informations par les médias ou d'autres moyens d'informations qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur les instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs.

Une disposition particulière protège cependant les journalistes, en ce sens que la diffusion d'informations doit être évaluée en tenant compte de la réglementation applicable à leur profession, protection qui ne s'applique pas cependant lorsqu'ils retirent, directement ou indirectement, un avantage ou des profits de la diffusion de ces informations.

Sub b du point 2 de l'article 1er, la loi interdit encore d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice.

138. Selon son article 4, l'ensemble de la loi s'applique aux instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un marché pour lequel une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée, ainsi qu'aux instruments financiers dont la valeur dépend d'un

---

[294] Le commentaire du projet de loi, *Doc. parl.*, nº 5415, p. 43, explique que cet emplacement dans la loi a été choisi pour regrouper l'ensemble des exigences de coopération et de consultation à charge de la CSSF dans un chapitre unique.

[295] CESR/04-505b « Guidance » et CESR/Accepted Market Practice (AMP-FAQ) référence CESR-05-365.

instrument financier admis à la négociation sur un tel marché ou pour lequel une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée.

Cependant, les dispositions d'interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de marché, telles que prévues par les articles 8, 9, 10 et 11 de la loi, s'appliquent également aux instruments financiers admis à la négociation sur un MTF ou pour lesquels une demande d'admission à un tel MTF a été présentée.

La directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 ne prévoit pas son application aux marchés autres que réglementés. Tel était également le cas dans le projet de loi. L'extension aux MTF a été préconisée par les amendements gouvernementaux du 21 octobre 2005 en considération de l'introduction à la Bourse de Luxembourg de l'Euro MTF[296].

139. Selon l'article 34 de la loi, un recours en pleine juridiction est prévu contre toutes les décisions de la CSSF.

Sous-section 5

Le règlement UE nº 236/2012 sur la vente à découvert

140. Les dispositions de ce règlement s'insèrent dans la recherche, au sein de l'Union européenne, d'un cadre légal harmonisé visant à augmenter la transparence vis-à-vis du marché et le souci de mettre les autorités compétentes en mesure de détecter des risques qui pourraient devenir systémiques. Ces risques sont considérés comme susceptibles de se réaliser par des pratiques excessives de la vente à découvert[297].

Le règlement est, en tant que tel, directement applicable dans les États membres. Le législateur luxembourgeois doit cependant intervenir aux fins de désigner la CSSF comme autorité compétente au Luxembourg pour veiller à l'application du règlement. C'est l'objet de la *loi du 12 juillet 2013 relative à la vente à découvert d'instruments financiers* mettant en œuvre le règlement en déclarant la CSSF l'autorité compétente au Luxembourg aux fins de l'application du règlement[298] et définissant les pouvoirs de surveillance, d'information, d'inspection et d'enquête nécessaires à l'exercice de ces fonctions[299].

---

[296] *Doc. parl.*, nº 5415/1.

[297] Voy. au présent ouvrage A. Hoffmann et M. Lattard, « La vente à découvert ou *short selling*. Le règlement (UE) nº 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risques de crédit ».

[298] Article 1er.

[299] Article 2.

141. L'article 5 de la loi prévoit des sanctions administratives à l'encontre des personnes soumises au règlement et qui n'en respecteraient pas les dispositions principales.

L'avis du Conseil d'État du 16 avril 2013[300], approuvant le projet en son principe et quant à son objectif, avait exprimé ses réserves au regard du principe de la légalité des peines. À propos de ce principe, le Conseil d'État rappelait ses mises en garde antérieures au sujet de l'exigence d'une précision de la peine par rapport au type d'infraction et de la proportionnalité entre la peine et la gravité de la violation de la loi, annonçant qu'il propose de répondre aux multiples aspects de la problématique soulevés par les sanctions administratives dans une réflexion plus approfondie qui interviendrait dans le cadre d'un « projet de loi horizontal sur les pouvoirs de sanction et d'intervention de la CSSF » qui serait déposé dans le courant de l'année[301]. Sur le plan de la proportionnalité des peines, la Commission des finances et du budget[302] présenta un amendement qui prévoit que, dans le prononcé de la sanction, la CSSF tient compte, entre autres, de la nature, de la durée et de la gravité de l'infraction, disposition qui figure au paragraphe 2 de l'article 5 de la loi.

Le Conseil d'État notait également que la loi relative aux abus de marché ne permet à la CSSF d'infliger une amende administrative qu'après avoir enjoint à la personne en question de remédier à son manquement, précision dont le Conseil d'État constatait qu'elle faisait défaut dans le projet de loi. Sur ce point, la Commission parlementaire[303] a suivi les explications du ministère des Finances qui semble avoir estimé que l'injonction « convient surtout à des situations où l'autorité compétente donne aux personnes surveillées un délai pour régulariser leur situation », ce qui serait le cas pour les faits d'abus de marché, mais non pour les faits sanctionnés en matière de vente à découvert, une distinction qui peut paraître peu convaincante.

Le Conseil d'État critiquait encore la disposition de l'article 3 aux termes duquel « la procédure en cours d'enquête de la CSSF est secrète », même si le texte ajoute : « sauf dans le cas où la loi en dispose autrement et sans préjudice des droits de la défense ». Le Conseil d'État a considéré cette réserve comme « particulièrement vague » et demandé la suppression de cette disposition qui, estimait le Conseil d'État, n'a pas sa place dans une loi dont l'objet est limité à la désignation de l'autorité compétente pour l'application du règlement. Le Conseil d'État renvoyait à ce sujet à l'article 16 de la loi du 23 décembre 1998

[300] *Doc. parl.*, nº 6513/2.
[301] *Doc. parl.*, nº 6513/4.
[302] *Doc. parl.*, nº 6513/5, p. 4.
[303] *Doc. parl.*, nº 6513/5, p. 5.

portant création d'une commission de surveillance du secteur financier qui régit, dans ce texte organique, le secret qui s'impose à la Commission. Là encore, le texte fut maintenu. Restera donc à examiner dans quelle mesure la CSSF admettra que le caractère secret de la procédure d'enquête se trouve en conflit avec les droits de la défense.

Section 4
Le domaine des organismes de placement collectif[304] [305]

Sous-section 1
Les OPCVM et les OPC

142. La *loi du 17 décembre 2010* a pris le relais de la loi du 20 décembre 2002. Elle *transpose la directive 2009/65/CE du 13 juillet 2009* portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Une fois de plus, le secteur financier luxembourgeois a, en ce domaine, été en avance sur la directive à transposer, puisque la date limite de celle-ci était le 1er juillet 2011[306] [307].

Tout en procédant par instauration d'une loi nouvelle, la loi du 17 décembre 2010 suit, dans sa structure et dans les parties qui ne relèvent pas de la trans-

---

[304] Quant à la mission et aux pouvoirs de la CSSF dans le domaine des OPC, en particulier quant au retrait de la liste officielle : Cour administrative du 29 novembre 2011 : « La CSSF exerce ses attributions exclusivement dans l'intérêt public : sa surveillance n'est pas prioritairement destinée à sauvegarder les intérêts des seuls investisseurs, mais, au-delà, de maintenir la confiance du public, en général, dans la place financière par l'assurance du respect de la légalité et des règles prudentielles en matière de gestion des avoirs confiés par des investisseurs aux organismes spécialisés. Il n'existe aucun empêchement légal pour l'autorité de contrôle se livrant à l'évaluation de la situation d'un fonds d'investissement, de prendre en compte tous les éléments pertinents, alors même qu'ils ont trait à des situations qui se sont concrétisées à l'étranger » (*Bulletin Droit et Banque*, Thieltgen, p. 111) ; dans le même sens, tribunal administratif, 4 avril 2011, *op. cit.*, p. 109, *idem* quant aux SICAR ; tribunal administratif, 3 octobre 2011, *op. cit.*, p. 100.

[305] Sur le domaine des fonds de pension, voy. au présent ouvrage : J. Elvinger, O. Moessner, C. Wilmet : « Fonds de pension luxembourgeois : mise en perspective dans un contexte réglementaire international en pleine évolution sur fond de crise financière et économique ».

[306] *Cf.* I. Riassetto : « La délégation par un dépositaire d'OPC », *JTL*, 15 octobre 2009, p. 137 (article antérieur à l'entrée en vigueur de la loi du 17 décembre 2010, mais prenant en considération la directive transposée par cette loi).

[307] Voy. au présent ouvrage : M. Eisenhuth, N. Bouveret, « OPCVM et instruments financiers dérivés » ; G. Schneider et Y. Lacroix, « Les missions du dépositaire d'organismes de placement collectif » ; P. Reuter, « Les fonds d'investissement immobiliers au Luxembourg » ; O. Gaston-Braud, X. Le Sourne, « La délégation des fonctions de gestion et de dépositaire dans les fonds d'investissement – analyse juridique et fiscale ».

position, la loi de 2002. Il suffit dès lors de signaler les dispositions principales qui sont nouvelles par rapport à la loi antérieure[308].

143. Dans la partie I de la loi, le chapitre 8, dans les articles 65 à 76 de la loi, régit nouvellement la procédure des fusions d'OPCVM. L'objectif de la directive, et donc de la loi, est que les exigences à remplir pour l'autorisation d'une fusion d'OPCVM et l'information à mettre à disposition des investisseurs relèvent d'une réglementation uniforme dans l'ensemble de l'Union européenne. L'article 66 de la loi contient certaines dispositions impératives qui sont destinées à rendre possibles et à faciliter les fusions tant nationales que transfrontalières des OPCVM. Selon le paragraphe (4) de cet article, lorsque les documents constitutifs prévoient l'approbation par une assemblée générale des porteurs de parts, cette approbation doit être adoptée à la majorité simple au moins, sans pouvoir nécessiter plus de 75 % des votes exprimés par les porteurs de parts présents ou représentés à l'assemblée.

144. Ce même chapitre 8 de la partie I régit également, dans ses articles 77 à 86, une structure maître-nourricier (*master feeder*) permettant à l'OPCVM nourricier d'investir 85 % ou plus de ses actifs dans un OPCVM maître qui peut être établi dans un État membre différent.

145. La partie IV de la loi porte sur les sociétés de gestion d'OPC et d'OPCVM[309]. Pour les sociétés de gestion d'OPCVM, cette partie de la loi, selon ses articles 114 à 124 et par application de la directive 2009/65/CE, introduit le passeport européen sous l'intitulé « Libre établissement et libre prestation de services ». Comme le constate la circulaire CSSF 11/498 *sub* II 1, ce passeport permet dorénavant la gestion directe d'OPCVM de droit luxembourgeois par une société de gestion établie et supervisée dans un autre État membre de l'Union européenne, et vice-versa.

146. La partie V de la loi régit les dispositions communes applicables aux OPCVM et aux autres OPC relatives à l'agrément, à l'organisation de la surveillance et à l'information des participants. Par rapport aux dispositions déjà contenues dans la loi de 2002, les dispositions nouvelles sont celles qui réalisent l'adaptation aux exigences de la directive 2009/65/CE et, outre celles concernant la coopération entre autorités de surveillance, notamment celles concernant les informations destinées aux investisseurs. À ce titre, la loi

[308] Quant aux développements jurisprudentiels intervenus dans le domaine de l'assainissement des OPC, *infra* n°s 181 et s.

[309] Voy. au présent ouvrage : L. Courtois, « Les sociétés de gestion d'OPCVM, une ère nouvelle vers une expansion européenne ».

remplace le prospectus simplifié de la loi de 2002 par le concept d'« informations clés pour l'investisseur » (*Key Investor Information* ou KII). L'article 159 de la loi prescrit un « document bref » fournissant aux investisseurs les informations essentielles sur l'OPCVM quant aux objectifs d'investissement, quant aux profils de risque appropriés ainsi que quant aux performances et aux coûts, documents censés être rédigés de manière concise et « dans un langage non technique » pouvant être traduit et utilisé sans modification dans tous les États membres où l'OPCVM est commercialisé.

Sous-section 2

Les fonds d'investissement spécialisés (SIF)

147. La *loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés* a remplacé la loi du 19 juillet 1991 concernant les organismes de placement collectifs dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public, loi qui était encore un texte du bon vieux temps, occupant à peine une page. Sur tous les points de fond autres que ceux concernant les caractéristiques de ces organismes – absence de placement dans le public et placement auprès d'investisseurs institutionnels –, cette loi renvoyait aux dispositions concernant les OPC à la fois quant à la structure et quant à l'agrément et à la surveillance.

148. Il faut reconnaître que la loi du 13 février 2007 est plus qu'une modernisation de la loi antérieure. Le changement le plus important consiste dans le fait que la notion d'« investisseur institutionnel », qui n'était pas autrement définie dans la loi, a fait place à la notion d'« investisseur averti », manifestement plus large, et qui fait l'objet d'une définition à l'article 2 qui exige, pour la qualité d'investisseur averti, une « adhésion » à ce « statut » et un minimum d'investissement par investisseur de 125 000 euros ainsi qu'une appréciation, de la part d'un professionnel du secteur financier, quant à son expérience et sa connaissance « pour apprécier de manière adéquate le placement effectué dans le fonds d'investissement spécialisé ».

149. Quant à l'agrément et à la surveillance, les renvois qui caractérisaient la loi abrogée ont été remplacés par des dispositions propres, spécifiées par rapport au régime des OPC, avec notamment celle, soulignée par la circulaire CSSF 07/283, que la loi n'exige pas l'agrément préalable au commencement des activités, se contentant de ce que les demandes d'inscription sur la liste tenue auprès de la CSSF sont à introduire dans le mois qui suit la constitution ou la création d'un tel fonds.

Sous-section 3

Les sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR)

150. Les modifications concernant ce type d'organisme d'investissement collectif ont été insérées dans la *loi du 24 octobre 2008 portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg et portant modification de la loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque*[310].

L'exposé des motifs[311] qualifie les modifications proposées de ponctuelles, destinées à prendre en considération les besoins de l'industrie et des promoteurs constatés depuis la loi du 26 juin 2004[312].

151. Il suffira donc de signaler certaines de ces modifications.

L'article 4 institue ou confirme la possibilité de créer des compartiments multiples dans les SICAR tout en respectant l'unicité de la structure, avec la possibilité de la liquidation séparée de chaque compartiment. La modification à la première phrase du paragraphe (3) de l'article 5 vise à remplacer le terme « valeur probable de réalisation estimée de bonne foi », par le terme « juste valeur » (« *fair value* »). Le commentaire de cette disposition[313] renvoie, quant aux méthodes d'évaluation, à celles proposées par des associations professionnelles telles que les « International private equity and venture capital valuation guidelines ».

Sous-section 4

La loi relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs

152. La loi du 12 juillet 2013 *relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs* (AIFM), issue du *projet de loi nº 6471*, constitue la transposition de la directive 2011/61/UE du 8 juin 2011.

Cette loi ouvre un vaste chantier.

153. Les termes de l'intitulé, qui vise les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, pourraient induire en erreur à plusieurs égards.

---

[310] Voy. au présent ouvrage : M. Brouillet-McSorley, O. Remacle, « La SICAR, une décennie au service du *Private Equity* ».

[311] *Doc. parl.*, nº 5842, p. 3.

[312] Voy. au présent ouvrage : St. Jacoby et P. Van den Abeele, « Le financement des fonds d'investissement luxembourgeois garantis par les engagements de souscription des investisseurs (*commitment liquidity facilities*) ».

[313] *Doc. parl.*, nº 5842, p. 14.

Il a été dit que la directive à la base de cette loi a choisi de régir non pas les fonds alternatifs en eux-mêmes, mais les gestionnaires de ces fonds. Or, dès l'article 4, la loi indique que le « gestionnaire » est soit un gestionnaire externe, soit, lorsque la forme juridique permet une gestion interne et que son organe directeur décide de ne pas désigner de gestionnaire externe, le fonds lui-même qui constitue alors le « gestionnaire » à agréer comme tel.

Le terme même de « fonds d'investissement alternatif », en abrégé FIA, pourrait induire en erreur si on n'entendait par là que des *hedge funds, private equity funds, real estate funds* ou autres fonds investissant dans des classes d'actifs non traditionnelles. Or, du fait de la définition très générale des fonds d'investissement alternatifs, sont visés tous les organismes de placement collectif, même s'ils investissent dans des actifs traditionnels tels que actions, obligations, monétaire, à l'exclusion seulement des OPCVM. La notion de FIA, telle qu'énoncée au point (39) des définitions figurant à l'article 1er, comprend en effet « tous les organismes de placement collectif qui 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 ». Tombent en premier lieu sous cette définition, comme le souligne l'exposé des motifs[314], les organismes de placement collectif autres que les OPCVM qui sont actuellement régis par les dispositions de la partie II de la loi du 17 décembre 2010. Les fonds d'investissement spécialisés et les SICAR sont également susceptibles de tomber sous cette définition[315].

Cependant, la loi ne procède pas par une énumération des divers types de fonds alternatifs, mais, après la définition très générale rappelée ci-dessus du point (39) de l'article 1er, par voie d'exclusion.

154. Dans cette exclusion figurent, à l'article 2 (2), les sociétés « *holding* » qui sont définies sous le point (62) comme suit :

> « "Société *holding*" : une société détenant des participations dans une ou plusieurs autres sociétés, dont l'objectif commercial est de mettre en œuvre une ou plusieurs stratégies d'entreprise par l'intermédiaire de ses filiales, de ses sociétés associées ou de ses participations en vue de contribuer à la création de valeur à long terme et qui est une société :
>
> a) opérant pour son propre compte et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé dans l'Union européenne ; ou

[314] *Doc. parl.*, nº 6471.

[315] *Doc. parl.*, nº 6471, commentaire des articles, p. 104.

b) n'étant pas créée dans le but principal de produire une rémunération pour ses investisseurs par la cession de ses filiales ou de ses sociétés associées comme en témoignent son rapport annuel ou d'autres documents officiels. »[316]

Le critère qui préside les exclusions *sub* a) et b) du point (62) est celui de la « création de valeur à long terme ».

On note donc, outre ce critère général, pour l'application des critères *sub* a), le fait de la société d'opérer « pour son propre compte » et l'admission des actions à la négociation sur un marché réglementé, ces trois éléments devant être réunis cumulativement. Le critère de la négociation sur un marché réglementé ne requiert pas d'interprétation. Quant aux termes « opérant pour son propre compte », ils semblent s'opposer à l'objectif des organismes de placement collectif qui sont les instruments d'un promoteur au service de la diffusion de ses produits et qui à ces fins recherchent la performance des actions et parts des investisseurs.

Les critères d'exclusion au titre de société *holding sub* a) et b) sont, comme l'indique la préposition « ou », alternatifs, de sorte que le critère *sub* a) s'applique indépendamment du critère *sub* b). Ce dernier critère vise des entités qui sont à qualifier de sociétés *holding*, mais ne répondent pas au critère sub a). Ce sont celles qui, sans être admises à la négociation sur un marché réglementé, ont également pour objet la création de valeur à long terme, ce qui se caractérise par le fait que leur but principal n'est pas la recherche de la rémunération par la cession de leurs filiales et sociétés associées.

155. Un passage de l'avis du Conseil d'État[317] risquerait d'élargir encore le champ d'application de la loi nouvelle lorsqu'il y est dit que « seuls les véhicules gérant des patrimoines complètement privés et sans ouverture à des investisseurs extérieurs resteront non réglementés ». Or, l'exclusion des sociétés *holding* par l'article 2 (2), à la lumière de la définition au point (62) *sub* a) pour des sociétés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé, ne relève évidemment pas d'un « patrimoine complètement privé ». Le Conseil d'État a sans doute visé l'exclusion, qu'admet le commentaire des articles, du cas des véhicules d'investissement qui ne lèvent des capitaux que d'un seul investisseur. En effet, comme le signale le commentaire de l'article 152 (du projet de loi)[318], cette exclusion se fonde sur le point (39) des

[316] Le commentaire des articles (*Doc. parl.*, nº 6471, p. 104) tient à souligner que cette définition correspond textuellement à celle employée dans la directive 2001/61/UE.

[317] *Doc. parl.*, nº 6471/2.

[318] *Doc. parl.*, nº 6471, p. 104.

définitions qui se réfère, dans les mêmes termes que la directive, aux organismes qui lèvent des capitaux auprès d'« un certain nombre » d'investisseurs, à l'exclusion donc des organismes détenus par un seul investisseur, ce qui peut s'appliquer à certains fonds d'investissement spécialisés. Dans ce sens, le commentaire de l'article 152[319] qui traite des « dispositions spécifiques » concernant les fonds d'investissement spécialisés précise qu'échappent aux dispositions de la loi ceux de ces fonds pour lesquels il existe un « engagement de lever des capitaux auprès d'un seul investisseur ». Cette exception peut s'appliquer également à certaines SICAR.

156. En considération de ce qui précède, la loi a modifié la loi du 17 décembre 2010 de manière à prévoir que tous les organismes de placement collectif régis par la partie II de cette loi se qualifient comme FIA. Pour les fonds d'investissement spécialisés, la loi a modifié la loi du 13 février 2007 de manière à distinguer entre les FIS qui se qualifient comme FIA et ceux qui ne se qualifient pas comme tel. Pour les sociétés d'investissement en capital à risque, la loi modifie la loi du 15 juin 2004 pour introduire la même distinction.

157. Le législateur européen s'est bien rendu compte que certaines définitions de la loi allaient soulever des difficultés d'interprétation.

L'instrument pour y répondre se trouve dans le règlement UE nº 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une autorité européenne de surveillance, l'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority*, en abrégé ESMA). Ce règlement prévoit, entre autres, à son article 16, la mission et le pouvoir de cette autorité d'émettre des « orientations et recommandations » (« *guidelines and recommendations* ») à l'intention des autorités compétentes nationales et des acteurs des marchés financiers.

Ces orientations et recommandations revêtent un haut degré d'autorité. Selon le paragraphe 3 de l'article 16 de ce règlement, les autorités compétentes des États membres et les acteurs des marchés financiers doivent « mettre tout en œuvre » pour respecter ces orientations et recommandations. À cet effet, ce paragraphe impose à chaque autorité nationale d'indiquer, dans un délai de deux mois suivant l'émission d'une orientation ou d'une recommandation, « si elle respecte ou entend respecter cette orientation ou recommandation » et, si elle « ne la respecte pas ou n'entend pas la respecter », d'en informer l'autorité en motivant sa décision. L'information sur le non-respect est alors publiée. De même, les acteurs des marchés financiers sont tenus, si l'orientation ou la recommandation le requièrent, de rendre compte de leur respect ou non-respect.

[319] *Doc. parl.*, nº 6471.

En ce qui concerne la directive 2011/61 UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, ESMA a procédé, comme le prévoit le paragraphe 2 de l'article 16 du règlement précité, à des consultations auprès des institutions publiques et professionnelles[320], et, après avoir émis un *discussion paper* le 23 février 2012, a établi à la lumière des réponses reçues, en date du 24 mai 2013 un *final report*, ESMA/2013 600, et des *guidelines on key concepts of the AIFMD*, ESMA/2013 611. La version finale de ces *guidelines* a été publiée le 13 août 2013 et elles sont applicables dans les deux mois de cette publication. Ces *guidelines* portent sur un certain nombre de définitions de notions discutées ci-avant telles que « *collective investment undertaking* », « *raising capital* », « *number of investors* », « *defined investment policy* », ainsi que celle de « *treatment of investment compartments of an undertaking* ».

Si la CSSF n'a pas, dans le délai de deux mois prévu au paragraphe 3 de l'article 16 du règlement UE nº 1095/2010, marqué son intention de ne pas se conformer à ces *guidelines*, elle est censée y avoir adhéré.

Par son communiqué de presse 13/32 du 18 juillet 2013 « contenant des orientations pratiques en rapport avec la loi AIFM », la CSSF a requis les entités tombant sous la loi à faire un *self assessment* sur leur qualification sous la loi et de communiquer à la CSSF le résultat de ce processus.

158. L'article 2 de la loi dispose *sub* b) et f) qu'elle ne s'applique pas aux institutions de retraite professionnelle qui relèvent de la directive 2003/41/CE, aux systèmes de participation des travailleurs et aux plans d'épargne des travailleurs. Sont donc exclus, comme le souligne le commentaire des articles[321], les fonds de pension sous forme d'ASSEP et de SEPCAV, que ces fonds soient placés sous la surveillance de la CSSF ou de celles du Commissariat aux assurances.

159. Sont aussi exclus de l'application de la loi, selon l'article *sub* g), les « structures de titrisation *ad hoc* ». Ce terme comporte une définition au point (64) de l'article 1er avec référence au règlement CE nº 24/2009 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 relative aux statistiques sur les actifs et les passifs des sociétés-écran effectuant des opérations de titrisation et d'autres activités appropriées. Le commentaire des articles[322] admet que, dès lors que le règlement CE nº 24/2009 et la loi du 22 mars 2004 reprennent une définition large de la notion de titrisation, les organismes de titrisation

[320] Selon le *final report* d'ESMA, ces consultations ont fait l'objet de 37 réponses de la part de gestionnaires de banques, d'avocats et de leurs associations, ainsi que d'autorités publiques.

[321] *Doc. parl.*, nº 6471, p. 105.

[322] *Doc. parl.*, nº 6471, p. 105.

luxembourgeois constitués sous la loi du 22 mars 2004 « devraient en principe pouvoir en grande partie bénéficier de ladite exclusion ».

160. L'article 3 de la loi prévoit deux sortes de dérogations. Le paragraphe 1er vise le cas de groupes de sociétés qui comportent en leur sein des gestionnaires de FIA, mais dont les seuls investisseurs sont des gestionnaires ou entreprises mères ou filiales de gestionnaires, pour autant qu'aucun de ces investisseurs ne soit lui-même un FIA. Tel pourrait être le cas pour les filiales d'une société se qualifiant comme société *holding* au sens de l'article 2 (2) détenant des FIA, mais dont elle ou ses sociétés affiliées sont les seuls investisseurs.

161. Le paragraphe 2 de l'article 3 prévoit une dérogation pour les gestionnaires qui gèrent des FIA dont les actifs au total n'atteignent pas un seuil de 100 millions d'euros. Elle prévoit la même dérogation pour les gestionnaires qui gèrent les FIA qui ne recourent pas à l'effet de levier, pour lesquels aucun droit au remboursement ne peut être exercé pendant une période de cinq ans à compter de la date d'investissement initiale et dont les actifs au total n'atteignent pas un seuil de 500 millions d'euros.

D'une part, les gestionnaires tombant en dessous de ces seuils ne sont pas astreints à être agréés par la CSSF au titre de la loi et les dispositions de celle-ci ne leur sont pas applicables (ni aux FIA qu'ils gèrent). Ils restent cependant obligés, aux termes du paragraphe 3 de l'article 3, à s'enregistrer auprès de la CSSF, à s'identifier et à identifier les FIA qu'ils gèrent, et à fournir certaines informations sur leurs opérations. D'autre part, ces gestionnaires peuvent, s'ils le choisissent, se soumettre à la loi dans son ensemble et bénéficier ainsi notamment du passeport européen.

162. Sur le fond, la loi règle les conditions d'agrément des gestionnaires, les exigences organisationnelles et de fonds propres de ces entreprises, la gestion des conflits d'intérêts, les conditions posées à la gestion des risques et de liquidité, de délégation et les règles de transparence impliquant la divulgation d'informations aux investisseurs et aux autorités de contrôle.

163. L'article 12 de la loi exige des gestionnaires qu'ils disposent de politiques et de pratiques de rémunération pour les catégories de personnel preneurs de risques y compris la direction générale, les personnes exerçant des fonctions de contrôle et tout employé qui, au vu de sa rémunération globale, se situe dans la même tranche de rémunération que la direction générale et les preneurs de risques et dont les activités professionnelles ont une incidence substantielle sur les profils de risque des gestionnaires ou des FIA qu'ils gèrent. Ces politiques et pratiques doivent être « compatibles avec une gestion saine et efficace des risques et la favorisent et n'encouragent pas une prise de risque incompa-

tible avec les profils de risque, le règlement ou les documents constitutifs des FIA qu'ils gèrent ».

L'article 12 renvoie, quant aux politiques et pratiques de rémunération, à l'annexe II de la loi qui règle en grand détail les dispositions concernant la politique de rémunération. De plus, ESMA a émis ses *Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD* du 3 juillet 2013.

Ces dispositions rappellent, mais de manière plus détaillée, les dispositions des articles 5 (1*bis*) pour les établissements de crédit et 17 (1*bis*) pour les entreprises d'investissement, de la loi relative au secteur financier telle que modifiée par la loi du 28 octobre 2011[323].

Des inquiétudes se sont fait jour au regard de l'étendue de ces restrictions à la liberté commerciale et dans la crainte d'une perte de compétitivité des places européennes par rapport aux régimes moins restrictifs de certaines autres places.

164. Outre des règles prévues par la loi pour les gestionnaires, elle impose à ces derniers d'assurer que les FIA qu'ils gèrent respectent certaines exigences prévues par la loi en ce qui concerne l'information aux investisseurs, le contenu de leur rapport annuel et la nomination d'un dépositaire qui doit assurer les missions et responsabilités prévues par la loi.

165. L'article 51 de la loi prévoit des sanctions administratives à charge de ceux qui contreviendraient aux dispositions de la loi, et ce, sous peine d'amende et d'interdiction professionnelle. Dans son avis, le Conseil d'État avait critiqué ces dispositions du projet au vu de l'éventail très large des sanctions, au nom des principes de légalité des peines et de l'exigence de proportionnalité entre la peine et la gravité. La commission parlementaire avait entendu à ce sujet le représentant du ministère des Finances selon lequel le gouvernement se propose de déposer dans le courant de l'année un projet de loi régissant les pouvoirs de sanction et d'intervention de la CSSF pour l'ensemble des domaines relevant de sa compétence[324]. Cependant, et en attendant la réalisation de ce projet, la commission parlementaire a proposé des amendements donnant le détail des obligations visées à l'article 51 (1), premier et quatrième tirets, en faisant préciser en outre par un ajout au paragraphe 2 de l'article 51 l'obligation de la CSSF de tenir compte notamment de la nature, de la durée

[323] *Supra* n°s 79 et s.

[324] Comme cela avait déjà été relevé à l'occasion de l'examen du projet de loi concernant le règlement UE n° 236/2012 sur la vente à découvert, *supra* n° 141.

et de la gravité des infractions, propositions qui ont trouvé l'approbation du Conseil d'État[325] et qui ont dès lors été introduites dans le texte de la loi.

L'article 52 de la loi prévoit un recours en pleine juridiction contre les décisions de la CSSF concernant l'octroi, le refus ou le retrait des agréments prévus par la loi et contre celles prononçant les sanctions administratives.

166. Les gestionnaires des fonds alternatifs bénéficieront du passeport européen qui leur permettra de prêter leurs services de gestion et de distribuer leurs fonds auprès d'investisseurs professionnels dans tous les États membres de l'Union européenne[326].

Dans une première phase, à savoir jusqu'en juillet 2015, ce passeport est réservé aux gestionnaires établis dans l'Union européenne et les FIA établis dans l'Union qu'ils gèrent. Après juillet 2015, sous réserve des mesures appropriées encore à prendre par la Commission européenne, les gestionnaires établis dans des pays tiers peuvent également être agréés comme gestionnaire alternatif sous la loi et bénéficier du passeport en relation avec les AIF qu'ils gèrent.

167. Quant aux dépositaires des fonds d'investissement alternatifs, l'article 19 de la loi précise leur rôle ainsi que leur responsabilité qui est accrue même par rapport aux OPCVM. Les propos recueillis par la presse[327] de la part du directeur général de la CSSF le signalent en disant que ces règles plus strictes devraient en premier lieu être applicables aux OPCVM qui sont destinés au public le plus large, seul le calendrier de la Commission ayant abouti à faire figurer ces règles d'abord dans la directive AIFM, et que, contrairement à l'usage luxembourgeois « la directive rien que la directive », la CSSF se propose d'être proactive en vue de l'application générale de ces règles plus sévères ou du moins plus précises aux OPCVM même avant que la directive OPCVM soit modifiée à ce sujet pour adopter le régime dépositaire institué par la directive AIFM[328].

D'un autre côté, pour les FIA fermés du type *private equity* ou *real estate* établis au Luxembourg, la loi permet, à son article 19 (3) i), la désignation comme dépositaire non seulement des établissements de crédit, mais encore des entreprises d'investissement, à condition notamment de couvrir le service

---

325 *Doc. parl.*, nº 6471/7, pp. 17 et 18.

326 Exposé des motifs, *Doc. parl.*, nº 6471, p. 3.

327 *Luxemburger Wort* du 7 juin 2013.

328 Voy. au présent ouvrage : Fr. Lifrange, M. Mengal, « Nouveaux régimes de responsabilité réglementaire du dépositaire d'OPC luxembourgeois : réalités (AIFMD) et perspectives (UCITS V) ».

auxiliaire de garde et d'administration d'instruments financiers pour compte de clients visé à l'annexe II section C, point 1, de la loi relative au secteur financier et encore, entre autres, à la condition qu'elles disposent d'un capital social souscrit et libéré d'une valeur de 730 000 euros, correspondant au niveau le plus élevé des entreprises d'investissement et de certains autres PSF, et qu'elles remplissent les exigences de fonds propres prévues à l'article 21 (3) b) de la directive 2011/61/UE. La loi prévoit que ces exigences de fonds propres « sont précisées par la CSSF ».

Enfin, le Luxembourg a opté pour la faculté offerte par l'article 21.3 de la directive d'autoriser d'autres entités réglementées comme dépositaires d'AIF fermés, s'agissant de ceux pour lesquels aucun droit au remboursement ne peut être exercé pendant une période de 5 ans suivant la date des investissements initiaux et qui investissent généralement dans des actifs autres que des instruments financiers. Cette option s'est exercée par l'insertion à la loi de l'alinéa 4 de l'article 19.3 (i) et par celle de l'article 26-1 à la loi relative au secteur financier qui crée encore une nouvelle catégorie de professionnels, les dépositaires professionnels d'actifs autres que des instruments financiers. Ces professionnels, qui se rangent dans la catégorie des entreprises d'investissement sous la sous-section 2 des « PSF spécialisés », ne sont autorisés à agir en qualité de dépositaires, sous les autres conditions prévues à ces dispositions, que pour les fonds d'investissement spécialisés, les sociétés d'investissement en capital à risque et les fonds d'investissement alternatifs[329].

168. Alors que le fardeau de la nouvelle réglementation risque d'être lourd, les praticiens ont, en général, jugé que la place financière, en présence de ses bonnes infrastructures et de l'expérience considérable acquise dans la gestion des organismes d'investissement collectifs, pourra, dans cette nouvelle loi et sa prompte mise en vigueur, trouver des opportunités.

Sous-section 5
La société de gestion de patrimoine familial (SPF)

169. La *loi du 11 mai 2007* a créé ce type de société dont l'objet exclusif est l'acquisition, la détention, la gestion et la réalisation d'actifs financiers et qui, surtout, réserve ses actions ou parts à des investisseurs dont l'éligibilité est régie par l'article 3 de la loi, devant s'agir d'une personne physique, d'une entité patrimoniale agissant exclusivement dans l'intérêt du patrimoine privé d'une

[329] L'option était plus largement ouverte, puisque, selon le considérant (34) de la directive, les États membres auraient pu autoriser à cet effet, entre autres, des notaires et des avocats, option que, en sa sage prudence, le législateur luxembourgeois n'a pas exercée.

ou de plusieurs personnes physiques, ou encore d'un intermédiaire agissant pour le compte de tels investisseurs. Le commentaire des articles précise que, par entités patrimoniales, il faut entendre des entités telles que des *trusts*, des fondations privées, des *stichtings*, *administratiekantor* et entités similaires, à l'exclusion de toute société ou entreprise commerciale[330].

170. La SPF est exempte des impôts sur le revenu et de l'impôt sur la fortune. Elle est cependant soumise à une taxe d'abonnement annuelle sur son capital, et les primes d'émission au taux de 0,25 %, montant plafonné à 25 000 euros par année.

La loi a pris le soin de démarquer ce type de société par rapport aux « *holding* 29 » qui avaient fait l'objet de la constatation d'incompatibilité avec le traité au titre d'aide d'État prohibée. Le commentaire des articles[331] examine attentivement la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne ayant traité des cas d'existence d'une aide d'État au titre de l'article 27 (1) du traité, et ce, tant en ce qui concerne la société elle-même que ses investisseurs et les entreprises dans lesquelles l'investissement est réalisé.

Au regard de la société elle-même, le commentaire rappelle que, selon la Cour de justice, la détention de participations en elle-même n'est pas à qualifier d'activité économique, à condition que la société ne s'immisce pas dans la gestion des sociétés détenues. Aussi l'article 2 (2) dit-il que la SPF n'est admise à détenir une participation dans une société qu'à condition de ne pas s'immiscer dans la gestion de celle-ci. C'est encore à ce titre que l'article 1er (1) exclut expressément toute activité commerciale.

Quant aux investisseurs, ils ne peuvent être, directement ou au travers d'entités patrimoniales, que des personnes physiques.

Quant aux entreprises dans lesquelles l'investissement est réalisé, la loi ne comporte pas de restriction, de sorte que la sélectivité requise pour l'existence d'une aide étatique est écartée.

Dans le sens de l'orthodoxie fiscale, l'article 4 (2) de la loi avait exclu du régime fiscal toute société qui recevrait, au cours d'un exercice, 5 % ou plus du montant total des dividendes en provenance de participations dans des sociétés non résidentes et non cotées qui ne seraient pas soumises à un impôt comparable à l'impôt sur le revenu des collectivités luxembourgeois[332], et l'article 4 (3) excluait expressément l'application des conventions contre la double impo-

330 Voy. au présent ouvrage : Th. Lesage, « La société de gestion de patrimoine familial (PF) ».

331 *Doc. parl.*, nº 5637, dans le chapitre 2 « Dispositions fiscales ».

332 Comme l'avait fait, mais en vain, pour les *holding* 29, la loi du 21 juin 2005.

sition. La Commission européenne avait, par lettre du 9 février 2010, attiré l'attention des autorités luxembourgeoises sur une éventuelle incompatibilité de l'article 4 (2) avec le traité en raison de la non-application de l'exclusion aux dividendes de sociétés résidentes. À première vue, une solution aurait pu consister dans le fait de biffer de l'article 4 (2) les termes « non-résidentes », mais le législateur, par la loi du 18 février 2012, a jugé préférable de supprimer purement et simplement la disposition de l'article 4 (2) et, à la même occasion, de supprimer la disposition de l'article 4 (3) excluant l'application des conventions contre la double imposition, application de toute façon illusoire. Le Conseil d'État, en approuvant ces modifications, constatait que non seulement l'abrogation de l'article 4 (2) effaçait une source potentielle de discrimination, mais qu'elle élargissait en même temps la gamme des cibles éligibles d'investissement, rendant ainsi ces véhicules plus attrayants pour les investisseurs potentiels[333].

171. La surveillance et le contrôle des SPF relèvent, selon l'article 6 de la loi, de l'administration de l'Enregistrement et des Domaines. D'après l'article 7 de la loi, le respect par la SPF des conditions de l'article 3 quant aux investisseurs est certifié par le domiciliataire de la société ou, à défaut, par un réviseur d'entreprises qui doit également certifier que la SPF s'est conformée aux obligations d'agent payeur lui incombant en vertu des lois du 23 décembre 2005 portant introduction d'une retenue à la source libératoire sur certains intérêts produits par l'épargne et de celle du 21 juillet 2005 transposant la directive 2003/48/CE du 3 juin 2003 en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts.

Chapitre 4
Les mesures administratives et judiciaires en présence de l'insolvabilité des débiteurs

172. La chronique de la décennie précédente avait traité le sujet de l'assainissement des entreprises, dans la deuxième partie concernant les « développements intervenus dans le droit financier privé » et sous le titre 3 « Le domaine du paiement et des incidences des régimes de liquidation collective »[334], non sans constater que ce domaine était fortement marqué par l'interpénétration du droit privé par le droit public, s'agissant du régime des paiements, mais

333 *Doc. parl.*, nº 6305/4.
334 *Sub* 1-7.

également de celui de l'assainissement et de la liquidation des entreprises, que l'on se serait attendu à retrouver dans les commentaires des chapitres du Code de commerce traitant de ce domaine.

Il est apparu que, quant à l'assainissement des entreprises, il est préférable de traiter ce domaine – qui est devenu d'une grande actualité dans le secteur financier à la suite de la liquidation de certains établissements de crédit et, à la suite de l'affaire *Madoff*, de certains organismes de placement collectif – dans la partie traitant des développements du droit financier public, ne fût-ce que parce que l'assainissement et la liquidation des entreprises constituent, en quelque sorte, le traitement curatif et souvent ultime des entreprises du secteur financier[335].

173. Sur le plan communautaire, il convient de signaler que le règlement n° 1346/2000 du 29 mai 2000 sur les procédures d'insolvabilité, entré en vigueur le 31 mai 2002, est, aux termes de son article 1er, paragraphe 2, inapplicable aux procédures d'insolvabilité concernant les établissements de crédit, les entreprises d'assurance et les organismes de placement collectif. L'exclusion porte également sur les entreprises d'investissement qui fournissent des services impliquant la détention de fonds ou de valeurs mobilières de tiers. Le considérant (9) du règlement justifie cette exemption par le fait que ces entreprises sont soumises à un régime particulier et que les autorités de contrôle nationales disposent, en partie, de pouvoirs d'intervention très étendus[336].

Il suffit donc de rappeler que le règlement, là où il s'applique, prévoit, en son article 3, l'ouverture de procédures d'insolvabilité dans l'État membre où est situé le centre des intérêts principaux du débiteur, ce qui peut conduire, pour les sociétés et les personnes morales, à l'ouverture de procédures d'insolvabilité dans un État membre autre que celui du siège, étant entendu toutefois que le centre des intérêts principaux est présumé, jusqu'à preuve du contraire, être le lieu du siège statutaire[337] [338].

---

[335] Voy. au présent ouvrage : L. Fisch, Fr. Fayot, M. Esteves, « La législation sur les insolvabilités dans le secteur financier à l'épreuve de la crise ».

[336] Sur la possibilité d'un conflit quant au périmètre de l'applicabilité du règlement par rapport à celui déterminé par l'article 60-1 de la loi relative au secteur financier tel qu'interprété par la jurisprudence, voy. *infra* n° 176.

[337] Voy., sur un cas ne relevant pas du secteur financier, les décisions du Tribunal d'arrondissement de Luxembourg et de la Cour citées par Fr. Fayot et C. Martins Costa *in Annales du droit luxembourgeois*, *op. cit.*, p. 244.

[338] Quant aux mesures que pourraient prendre les banques prêteuses contre une application du règlement européen 1346/2000 relatif aux procédures d'insolvabilité : M. Lattard et Fr. Fayot : « Les structures "double Luxco" et leur effet sur la structuration des garanties finan-

Section 1
L'assainissement et la liquidation des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement

174. Depuis la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier, le régime de l'assainissement et de la liquidation d'établissements du secteur financier s'applique non seulement aux établissements de crédit, mais à tout établissement qui a la gestion de fonds de tiers et qui est soumis à la surveillance de la Commission.

175. La *loi du 19 mars 2004, portant transposition dans la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier de la directive 2001/24/CE du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit* maintient ce périmètre élargi au point que son intitulé, qui ne vise que l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, pourrait induire en erreur. En effet, alors que la directive ainsi transposée n'a pour champ d'application que les établissements de crédit, les modifications apportées à la loi du 5 avril 1993 continuent à s'appliquer non seulement aux établissements de crédit, mais également aux PSF qui sont habilités à détenir des fonds ou des instruments financiers de tiers.

La définition qui figure à l'article 60 de la loi modifiée précise en effet que le terme « établissement » signifie « un établissement qui a la gestion de fonds de tiers » et que « sont visés les établissements de crédit, les commissionnaires, les gérants de fortune, les professionnels intervenant pour compte propre, les distributeurs de parts d'OPC qui acceptent ou font des paiements, les preneurs d'instruments financiers et les teneurs de marché »[339]. La chronique de la décennie précédente avait noté[340] que la détermination du périmètre de ce régime d'assainissement pouvait donner lieu à une interprétation délicate quant aux critères de la « gestion de fonds de tiers ».

176. La définition insérée à l'article 60 n'a pas pour autant évité qu'un litige survienne à l'occasion de l'admission de Lehman Brothers (Luxembourg) SA au régime du sursis de paiement tel qu'institué par les articles 60-2 et suivants

---

cières luxembourgeoises » *in Bulletin Droit et Banque*, n° 49, p. 31. Voy. au présent ouvrage : C. Martins Costa, D. Richter, M. Gerber-Lemaire, A. Marchand, « Regulation 1346/2000 on insolvency proceedings ».

[339] Depuis la loi du 10 novembre 2009, les termes qui figuraient à l'article 60 sous la loi du 19 mars 2004 « les preneurs fermes, les agents de transferts et de registres et les dépositaires professionnels de titres ou d'autres instruments financiers » ont été remplacés par les termes « les preneurs d'instruments financiers et les teneurs de marché ».

[340] *Sub* 1-8.

de la loi relative au secteur financier. Un jugement du tribunal d'arrondissement siégeant en matière commerciale du 3 octobre 2008[341], se fondant, entre autres, sur l'opinion de la CSSF, a confirmé cette admission, alors que ce PSF n'était agréé qu'en qualité de « professionnel effectuant du prêt de titres » au sens de l'article 28-5 de la loi et que cette activité ne figure pas dans l'énumération de l'article 60. Un commentateur[342] émet des doutes sur la justification de cette décision très extensive de la notion de « gestion de fonds de tiers », entre autres au regard de la contradiction possible avec le règlement CE 1346/2000 du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité[343]. Ce règlement n'exclut en effet de son champ d'application que « les entreprises d'assurance et les établissements de crédit, les entreprises d'investissement qui fournissent des services impliquant la détention de fonds ou de valeurs mobilières de tiers ainsi que *(les)* organismes de placement collectif ».

177. Pour le surplus, la transposition de la directive ne modifie pas fondamentalement le régime d'assainissement introduit par la loi du 5 avril 1993.

Il a été noté[344] que les dispositions de la loi ainsi modifiée et complétée disent peu au sujet du régime « substantiel » du régime de sursis de paiement et notamment sur ce que peuvent faire et autoriser les administrateurs judiciaires institués par l'article 60-2 (14) et sur les modalités suivant lesquelles l'assainissement de l'établissement peut intervenir[345]. À ce sujet, un jugement[346] du Tribunal d'arrondissement de Luxembourg du 29 octobre 2008, dans le cadre du sursis accordé à Kaupthing Bank Luxembourg SA, avait cru devoir s'inspirer du régime du sursis de paiement de droit commun, en déclarant qu'« à défaut de texte légal, le tribunal ne saurait, à travers les modalités du sursis de paiement, imposer des remises de dettes ni à l'ensemble des créanciers ni à une catégorie de créanciers ». Ce qui avait pour résultat de ne pas permettre d'instituer un cadre permettant de faire aboutir un plan de redressement.

Ce jugement a été réformé par arrêt de la Cour d'appel du 28 décembre 2008[347] qui reconnaît l'autonomie du régime du sursis des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement par rapport au sursis de droit commun tel qu'organisé par le Code de commerce. Selon la Cour, par

---

341 *Bulletin Droit et Banque*, nº 44, p. 72, avec commentaire N. Thieltgen.

342 M. Elvinger, *Enseignements jurisprudentiels récents en matière de sursis de paiement dans le secteur financier*, *Bulletin Droit et Banque*, nº 43, pp. 8 et s., *sub* 3 à 8.

343 *Supra* nº 173.

344 M. Elvinger, *op. cit.,* nº 18.

345 *Ibidem*, nº 19.

346 Nº 1315/05.

347 Nº 34351 du rôle, commenté *op. cit.,* nº 23.

opposition à l'article 593 du Code de commerce, selon lequel le sursis de paiement n'est accordé qu'au commerçant qui, par suite d'événements extraordinaires et imprévus, est contraint de cesser temporairement ses paiements, l'article 60-2 de la loi relative au secteur financier permet d'instituer le sursis de paiement non seulement lorsque le crédit de l'établissement est ébranlé ou lorsqu'il se trouve dans une impasse de liquidité, mais encore lorsque l'exécution intégrale des engagements de l'établissement est compromise. À l'appui de sa décision, la Cour a invoqué les travaux préparatoires de la loi relative au secteur financier constatant que le régime de droit commun ne pouvait s'appliquer que difficilement à des établissements financiers et ne permettait pas d'assurer une sécurité juridique et matérielle adéquate pour la protection des épargnants.

Par un arrêt du 28 janvier 2009[348], la Cour d'appel, réformant un jugement du tribunal d'arrondissement du 24 décembre 2002 ayant rejeté la demande des administrateurs pour l'approbation de leur projet de redressement, décide que le législateur a laissé au juge le soin de déterminer les conditions et modalités du sursis bancaire, leur permettant de s'inspirer à ce titre des pouvoirs prévus pour la réorganisation à l'arrêté grand-ducal du 24 mars 1935 (pourtant déclaré non applicable en lui-même par l'arrêt précité du 28 décembre 2008) déclarant pour le surplus que « le droit des procédures collectives, surtout des procédures d'assainissement, conduit, par nécessité, à une remise en cause de certains principes considérés comme fondamentaux en temps ordinaire, tel que le principe d'égalité des créanciers »[349].

178. Les modifications introduites par la loi du 19 mars 2004 s'inscrivent dans la directive 2001/24/CE qui ne vise pas à harmoniser les législations nationales, mais bien les règles du droit international privé, en garantissant la reconnaissance mutuelle des mesures d'assainissement et procédures de liquidation nationale ainsi que la coopération nécessaire[350].

L'article 60-3 énonce le principe de l'universalité de la procédure d'assainissement en attribuant compétence aux seuls tribunaux luxembourgeois pour

---

[348] *JTL*, 30 avril 2009, nº 2, p. 59 ; voy. commentaire de cet arrêt par M. Elvinger, *Bulletin Droit et Banque*, nº 43, dans l'article précité, *sub* 27 et s. ; voy. également à ce sujet N. Anen et O. Poelmans, « Le droit commun en matière de sursis d'un établissement bancaire et autres enseignements de la crise », *DA/OR*, 2009/90 à la suite de cet arrêt publié dans le même numéro de *DA/OR*.

[349] D'un autre côté, un arrêt de la Cour de cassation du 29 avril 2010, *Pas.*, 35, p. 517, a jugé, sous le rapport du droit du travail, que la dissolution et la liquidation d'un établissement de crédit est à assimiler à une déclaration en faillite.

[350] Exposé des motifs, *Doc. parl.*, nº 5153, p. 2.

prononcer le sursis de paiement à l'égard d'un établissement de droit luxembourgeois, « y compris pour ses succursales établies à l'étranger ».

L'article 60-5 applique la même règle en faveur des autorités administratives ou judiciaires d'un autre État membre en reconnaissant qu'elles sont seules compétentes pour décider de la mise en œuvre d'une ou de plusieurs mesures d'assainissement dans un établissement, y compris pour les succursales dont cet établissement dispose au Luxembourg.

L'article 60-6 applique le même principe aux succursales luxembourgeoises d'établissements d'origine non communautaire. L'avis du Conseil d'État avait proposé de réserver cette disposition aux établissements d'origine non communautaire des États qui accordent la réciprocité dans la reconnaissance de l'unité et de l'universalité de la faillite. La Commission des finances et du budget a exprimé l'avis que les tribunaux luxembourgeois avaient toujours accepté l'effet universel de la faillite, même à l'égard d'États avec lesquels la réciprocité n'était pas garantie[351], de sorte que le texte du projet de loi fut adopté.

L'article 60-4 comporte d'ailleurs à son paragraphe 2 une réserve permettant à la CSSF de demander au tribunal de prononcer le sursis de paiement d'une succursale luxembourgeoise d'un établissement d'origine non communautaire « si elle l'estime nécessaire pour préserver les intérêts des créanciers de la succursale luxembourgeoise ».

Conformément à la directive, la loi du 19 mars 2004 règle également le régime communautaire des liquidations judiciaires des établissements de droit luxembourgeois[352] et des succursales luxembourgeoises d'établissements d'origine communautaire[353] et prévoit des dispositions particulières applicables aux succursales luxembourgeoises d'établissements d'origine non communautaire[354], le tout suivant les mêmes principes de reconnaissance d'unité et d'universalité que pour les mesures de sursis de paiement.

179. Sur proposition du Conseil d'État et sur accord de la Commission des finances et du budget[355], il a été inséré à l'article 60-8 de la loi une disposition concernant les liquidations volontaires selon laquelle un établissement de crédit ou un PSF ne peut se mettre en liquidation volontaire qu'après en avoir

[351] *Doc. parl.*, nº 5153/5, p. 4.
[352] Articles 61 et 61-1 à 61-5.
[353] Article 61-6.
[354] Article 61-7.
[355] *Doc. parl.*, nº 5153/5, p. 5.

averti la CSSF au moins un mois avant la convocation de l'assemblée appelée à statuer sur la mise en liquidation.

Section 2
Les procédures d'insolvabilité des établissements de paiement

180. La *loi du 10 novembre 2009 modifiée relative aux services de paiement*, dans ses articles 39 et suivants, soumet les établissements de paiement agréés au Luxembourg à un régime de procédure d'insolvabilité séparé, mais s'inspirant du régime d'insolvabilité des établissements de crédit tel que défini par la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

Section 3
L'assainissement des organismes de placement collectif

181. Les dispositions qui figuraient dans la *loi modifiée du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectifs* aux articles 77 et suivants ont été reprises dans les articles 142 et suivants de la *loi du 17 décembre 2010*. À défaut de dispositions législatives nouvelles, il convient de signaler certaines décisions de jurisprudence intervenues à la suite de cas d'insolvabilité récents de tels organismes.

182. À la suite de la fraude *Madoff*, des actionnaires d'un OPCVM sous forme de SICAV mis en liquidation, introduisirent, devant la perte partielle ou totale de leurs investissements, une action en indemnisation contre la banque dépositaire de la SICAV.

Cette demande fut déclarée irrecevable par un jugement du Tribunal d'arrondissement de Luxembourg, siégeant en matière commerciale, du 4 mars 2010[356]. Une affaire similaire donna lieu, une semaine plus tard, le 11 mars 2010, à un jugement dans le même sens à la suite d'une action dirigée contre une autre banque dépositaire d'une autre SICAV[357]. Le deuxième de ces jugements, sur appel, parut devant la Cour et fit l'objet d'un arrêt du 30 novembre 2011[358] qui, dans le même sens et pour des motifs similaires, déclare l'action irrecevable.

---

[356] Publié et commenté au *Bulletin Droit et Banque*, n° 46, p. 56, par N. Thieltgen et dans *Annales du droit luxembourgeois 2011*, p. 236, par Fr. Fayot et C. Martins Costa.

[357] N°s 125207, 125312 et 125653 du rôle.

[358] N° 36254 du rôle, *Bulletin Droit et Banque*, n° 50, avec commentaire N. Thieltgen et A.-M. Ka ; voy. également, sur les décisions antérieures, les commentaires de N. Thieltgen, *Bulletin Droit et Banque*, n° 46, pp. 56 et s.

La question se posait au regard de l'article 16 de la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 et de l'article 36 de la loi du 20 décembre 2002. L'article 16 de la directive vise la responsabilité du dépositaire « à l'égard de la société d'investissement et des participants », alors que l'article 36 de la loi du 20 décembre 2002[359] vise la responsabilité du dépositaire « à l'égard des actionnaires ».

La Cour estime que la divergence entre le texte de la directive et le texte de la loi ne doit pas avoir d'incidence, puisque la directive abandonne, comme l'avaient constaté les travaux préparatoires[360], le régime de la responsabilité « au droit national de l'État où est situé le siège statutaire de la société d'investissement » et, par là, la Cour entend le droit national des sociétés[361].

Les développements du jugement du 4 mars 2010 avaient bien vu que la loi sur les sociétés commerciales ne traite, quant à elle, que de l'action des actionnaires contre les mandataires sociaux de la société, alors qu'en l'occurrence l'action était dirigée contre un cocontractant de la société. Cependant, le jugement estimait que les principes dégagés par la doctrine et la jurisprudence à cet égard valent également pour l'action en responsabilité engagée par les actionnaires contre des cocontractants[362].

Le tribunal faisait à cet égard la distinction entre le « préjudice social » et le préjudice individuel de l'actionnaire : « Il apparaît que le critère permettant de distinguer le préjudice social du préjudice individuel réparable consiste dans le fait que ce dernier va directement affecter la valeur des titres ou la situation patrimoniale de l'actionnaire sans que le patrimoine de la société n'ait été atteint […] Le préjudice individuel ne doit pas constituer une simple répercussion du préjudice social et doit, par conséquent, être déconnecté d'une perte qui affecterait l'actif social ». Et quant à la charge de la preuve, le jugement disait que « la recevabilité d'une telle action en responsabilité est soumise à l'allégation de ce préjudice personnel et la jurisprudence impose au demandeur de caractériser ce préjudice distinct ». Et le tribunal en concluait que le préjudice subi par les associés d'une société « constitue non un dommage

[359] Devenu l'article 35 de la loi du 17 décembre 2010.

[360] Le régime de la responsabilité du dépositaire au droit national.

[361] Elle rappelait les travaux préparatoires de la loi du 30 mars 1998 (*Doc. parl.*, n° 3172, commentaire des articles, p. 41) qui avaient dit déjà que « la directive abandonne le régime de la responsabilité du dépositaire au droit national » ajoutant que « quant à la faculté pour un investisseur d'intenter, en lieu et place de la société elle-même, une action en responsabilité à l'égard du dépositaire, ce sont les principes du droit des sociétés qui s'appliquent en la matière ».

[362] Jugement du 4 mars 2010, p. 18.

propre à chaque associé, un préjudice spécial distinct, indépendant du préjudice social, mais un dommage subi par la société elle-même ».

Dans son arrêt du 30 novembre 2011, la Cour s'exprime notamment comme suit : « La perte de la valeur des actions de la société, invoquée par l'appelante à l'appui de sa demande en dommages-intérêts entraînant la dépréciation du patrimoine social, constitue un préjudice subi par la société elle-même. L'action individuelle d'un actionnaire est donc irrecevable à moins qu'il n'agisse en réparation d'un préjudice personnel distinct du préjudice social ». Or, l'arrêt constate que la demanderesse ne se prévalait pas en l'espèce d'un tel préjudice distinct.

Outre la doctrine et la jurisprudence qui traitent, sur base de textes propres à la loi sur les sociétés commerciales, de l'absence d'action directe de l'actionnaire contre un administrateur, les tribunaux et la Cour auraient pu invoquer également le principe de l'égalité des créanciers en cas de liquidation des OPC. L'action individuelle des actionnaires permettrait en effet à certains de se servir d'abord sur la masse disponible, qui doit comprendre le résultat d'actions en responsabilité à exercer par le liquidateur contre le dépositaire, au détriment des autres[363].

Section 4
Les mesures concernant le surendettement

183. La *loi du 8 janvier 2013 concernant le surendettement* a pour champ d'application la situation d'endettement des personnes physiques à l'exclusion de celles ayant la qualité de commerçant. Le texte volumineux prévoit une « procédure de règlement collectif des dettes » qui peut comporter trois phases : celle d'un règlement conventionnel, celle d'un redressement judiciaire et enfin celle dite du « rétablissement personnel » du débiteur.

[363] Voy. la note du professeur I. Riassetto sous le jugement précité du 4 mars 2010, *Pas.*, 35, p. 83, qui constate (nº 14) que lorsque cette jurisprudence considère que le préjudice subi par la dévalorisation du capital social n'est pas un dommage propre de l'associé, elle est dans le droit fil de la jurisprudence française, mais qu'elle aboutit à une « hypotrophie du préjudice individuel réparable » dans le cas de carence des administrateurs et du liquidateur (question qui n'était pas posée dans le cas de l'espèce) par rapport au droit français qui permet, dans ce cas, l'action sociale *ut singuli* subsidiaire. La note de Mme Riassetto est encore intéressante en ce qu'elle propose (nº 32) que dans le cadre d'OPCVM IV soit « organisée » une « *class action* » (pourtant inconnue en notre droit). Par ailleurs, cette note considère la proposition de directive du 7 juillet 2010 (COM (2010) 371 final) relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs comme insuffisante.

Ces dispositions concernent également le secteur financier puisque, par hypothèse, les débiteurs surendettés ont obtenu des prêts au titre de crédits à la consommation ou autrement.

La première phase se déroule devant une commission de médiation en matière de surendettement nouvellement instituée par la loi, qui a pour objet d'essayer d'aboutir, par un plan de règlement conventionnel, à une sorte de concordat exigeant qu'au moins 60 % du nombre des créanciers représentant 60 % de la masse des créances donnent leur accord au plan proposé par la commission de médiation.

En cas d'échec de cette procédure, une deuxième phase comporte une procédure de redressement judiciaire qui se déroule devant le juge de paix du domicile du débiteur. Le juge de paix rend un jugement qui arrête un plan de redressement judiciaire qui peut comporter le sursis au paiement des dettes, la réduction des taux d'intérêt, la suspension de l'effet d'une sûreté réelle, la remise de la dette sur les accessoires et l'exemption, sous certaines conditions, de la résidence principale du débiteur surendetté de la liquidation.

La troisième phase, intitulée par euphémisme « procédure de rétablissement personnel », s'applique lorsque le débiteur se trouve « dans une situation irrémédiablement compromise ». Il s'agit en réalité d'une sorte de faillite civile qui comporte la liquidation judiciaire du patrimoine personnel du débiteur et emporte de plein droit le dessaisissement du débiteur de la disposition de ses biens.

184. L'ensemble ne va pas sans un certain gonflement administratif, puisqu'il comporte la création, sous l'autorité du ministre de la Famille, d'un nouveau « Service d'informations et de conseils en matière de surendettement », « d'une Commission de médiation » et la tenue d'un répertoire auprès du procureur général « centralisant les avis et informations établis en matière de procédure de règlement collectif et destinés à l'information des créanciers, des cautions et des coobligés du débiteur surendetté ».

Il est trop tôt pour se prononcer sur les résultats que produiront ces nouvelles mesures.

Section 5

Mesures présentes et futures relatives à la préservation des entreprises

185. Signalons tout d'abord la *loi du 29 mars 2013 concernant la lutte contre le retard de paiement dans les transactions commerciales*, qui constitue la transposition de la directive 2011/7/UE du 16 février 2004 et qui modifie la loi du 18 avril 2004 relative aux délais de paiement et aux intérêts de retard. Cette

loi a essentiellement pour objet, dans les transactions commerciales entre entreprises et dans celles entre entreprises et pouvoirs publics, de permettre aux créanciers de réclamer des intérêts pour retard de paiement sans que, sous certaines conditions, un rappel soit nécessaire, et encore de permettre et de régler une indemnisation pour les frais de recouvrement. La loi a encore pour objet de combattre les clauses contractuelles et les pratiques abusives portant sur le délai de paiement, le taux d'intérêt et les frais de recouvrement.

186. Sur un plan plus général, il y a lieu de signaler le *projet de loi n° 6539 relative à la préservation des entreprises et portant modernisation du droit de la faillite*[364].

Il est trop tôt pour se prononcer sur le sort de ce projet, issu, d'une part, de la constatation du nombre croissant des faillites, surtout les dernières années, d'autre part, de l'insuffisance et de la complexité des procédures actuelles de redressement judiciaire.

D'après l'exposé des motifs, le projet se fonde sur le programme gouvernemental de 2009 qui prévoyait que « la législation ayant trait aux entreprises en difficulté sera revue » et que « des efforts seront entrepris pour privilégier, là où cela sera possible, le redressement par rapport à la liquidation ».

Ces nouvelles dispositions ne seraient pas applicables, selon l'article 3 du projet aux entreprises régies par des régimes d'assainissement particuliers, donc aux établissements de crédit, sociétés d'assurances et de réassurances, aux entreprises du secteur financier soumises à la surveillance prudentielle de la CSSF à l'exception des PSF de support ni aux sociétés exerçant la profession d'avocat visées par la loi du 16 décembre 2011 concernant l'exercice de la profession d'avocat sous forme d'une personne morale.

187. Le projet qui, selon l'exposé des motifs, s'inspire largement de la réforme intervenue en Belgique par la loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises, comprend trois volets, le premier traitant des mesures de prévention comportant, entre autres, la collecte d'informations sur les entreprises en difficulté, une mission de conciliation par une procédure non judiciaire, enfin la réorganisation des procédures judiciaires actuelles. Le deuxième volet prévoit une « procédure de dissolution administrative sans liquidation ». Le

[364] Le projet de loi 5157 portant des mesures ponctuelles en matière de prévention des faillites et de lutte contre les faillites organisées était resté sans suite. Ce projet avait, entre autres, avec l'objectif de renforcer les assises des sociétés considérées comme trop faibles, proposé un rapprochement entre le régime de la société à responsabilité limitée et celui des sociétés anonymes, notamment quant aux apports en nature et aux vérifications à opérer par les notaires, d'où les réticences des chambres professionnelles et un avis mitigé du Conseil d'État qui ont fait que le projet n'a pas été examiné en commission par la Chambre.

troisième volet apporte d'importantes modifications au Code de commerce, dont la décriminalisation de la banqueroute frauduleuse.

L'exposé des motifs rappelle des propositions qui avaient été faites pour lever le caractère occulte des privilèges du Trésor, source souvent citée d'insécurité financière pour les créanciers, mais constate qu'après « de longues réflexions », il a dû être renoncé à une telle mesure.

188. Ce projet prévoit, comme dit plus haut, en son deuxième volet, un élément de réforme important touchant les sociétés commerciales par l'introduction d'une procédure de dissolution administrative des sociétés sans liquidation. Selon le commentaire de l'article 69 du projet, le but est de permettre une telle dissolution en dehors des cas et de la procédure prévus par les articles 203 et 203-1 de la LSC qui permettent au tribunal d'arrondissement, à la requête du procureur d'État, de prononcer la dissolution et d'ordonner la liquidation de toute société poursuivant des activités contraires à la loi pénale ou contrevenant gravement aux dispositions du Code de commerce ou des lois régissant les sociétés commerciales. On sait que l'objectif de cette disposition est déjà de permettre de rayer les coquilles vides et de remédier à l'inobservation des dispositions concernant notamment les comptes des sociétés et leur publication. L'exposé des motifs constate que cette procédure donne lieu à des coûts importants pour les sociétés à liquider sans substance réelle et à un sérieux encombrement des tribunaux[365].

La nouvelle procédure, qui existerait à côté de celle prévue par les articles 203 et 203-1, s'appliquerait aux sociétés n'employant pas de salariés et dont l'actif net tombe au-dessous d'un seuil fixé par règlement grand-ducal[366].

[365] La jurisprudence a itérativement sanctionné des décisions qui avaient considéré l'absence ou le retard dans la publication des comptes comme infraction matérielle pouvant s'appliquer en dehors de la notion du dol (*cf. Annales du droit luxembourgeois 2011*, par Fr. Fayot et C. Martins Costa, pp. 249 et s.).

[366] S'agissant, selon le commentaire de l'article 69 en l'état actuel, du règlement grand-ducal du 18 juillet 2003 portant révision du tarif des honoraires des curateurs en matière de faillite et correspondant au seuil permettant la clôture d'une faillite pour absence ou insuffisance d'actifs.

Chapitre 5
L'environnement fiscal du secteur financier

Section 1
La disparition des sociétés *holding 29* et leurs substituts

189. Dans la chronique de la décennie précédente[367], une préoccupation majeure était ce que l'auteur appelait encore l'« avenir » des sociétés de participation financières régies par la loi du 31 juillet 1929.

Une *loi du 21 juin 2005* s'était efforcée de rencontrer les critiques de la Commission européenne par l'exclusion de sociétés *holding* 29 recevant 5 % ou plus de leurs dividendes de sociétés non résidentes non soumises à un impôt comparable à l'imposition luxembourgeoise. La tentative n'a pas réussi et la Commission européenne, par décision du 19 juillet 2006, déclara que le régime des sociétés *holding* constituait une aide d'État incompatible avec le marché commun.

Aussi la *loi du 22 décembre 2006* a-t-elle *abrogé la loi du 31 juillet 1929* tout comme les arrêtés du 17 décembre 1938 sur le régime des sociétés dites milliardaires, et ce, avec effet au 1er janvier 2007 avec une période transitoire de maintien temporaire du régime jusqu'au 31 décembre 2010 pour les sociétés qui étaient soumises à ce régime à la date de la décision de la Commission.

190. Il ne faut pas pleurer sur la tombe de cette vénérable institution octogénaire, car le vide laissé par son départ a pu être comblé par le recours à des types de sociétés bénéficiant de régimes fiscaux plus modernes et compatibles avec le traité. De toute façon, la « *holding* 29 » avait perdu ses attraits pour les investisseurs autres que privés en raison de l'exclusion du privilège des sociétés mère et filiales et des conventions contre la double imposition.

191. Un certain nombre de sociétés *holding* 29 ont pu se convertir dans des sociétés du type généralement désigné « SOPARFI », qui ne constituent ni un type spécial de société ni relèvent d'un régime fiscal d'exception, mais bénéficient du régime des sociétés mère et filiales, échappant à ce titre, sous les conditions qui s'y appliquent, à l'imposition des revenus de leurs participations en termes de dividendes et de bénéfices de cession, et bénéficiant pour

[367] *Op. cit.*, 1-94.

la très grande majorité, et nonobstant certaines controverses, des conventions contre la double imposition[368].

Dans la mesure où, en présence de l'application du droit commun fiscal, ces sociétés pourraient prêter le flanc sur certains points à une insécurité juridique, le système des « *advanced pricing agreements* », établi sur demande par l'administration des contributions, a fait ses preuves. Des clarifications ont été apportées par la circulaire de l'administration des contributions nº 164/2 du 28 janvier 2011 concernant, d'une part, les exigences de « substance » au Luxembourg, d'autre part, les conditions d'acceptabilité des « *transfer prices* », outre celles, d'une pratique déjà antérieurement établie, requises pour éviter la critique de « *thin capitalisation* ». Compte tenu de l'importance et du nombre des demandes en ce sens, l'administration des contributions vient d'élargir la cellule du bureau qui assume cet important travail.

L'attrait des SOPARFI s'est encore accru par le traitement fiscal qu'elles rencontrent auprès de certains pays et notamment des États-Unis lorsqu'elles sont constituées sous forme de société à responsabilité limitée.

Par l'effet du privilège des sociétés mère et filiales[369] et des conventions contre la double imposition et grâce à des facteurs internes tels que l'absence de retenue à la source d'intérêts autres que sur l'épargne et l'absence de retenue à la source sur les distributions de réduction de capital et de liquidation, beaucoup de ces sociétés échappaient, jusqu'à une date récente, à l'impôt sur le revenu des collectivités. C'est devant cette constatation qu'a été introduit un système de minimum d'impôt sur le revenu des collectivités s'élevant à partir de l'année d'imposition 2013[370] à 3000 euros sur les sociétés dont les immobilisations financières, les créances sur des entreprises liées, les valeurs mobilières et les avoirs en compte dépassent 90 % du total du bilan, ce qui devrait normalement être le cas pour les sociétés qualifiées de SOPARFI.

192. D'autres sociétés ont pu, lorsque la nature de leurs actifs le justifiait, se convertir en SICAR sous le régime fiscal prévu par l'article 34 de la loi modifiée du 15 juin 2004. Les SICAR sont soumises au régime fiscal de droit commun, sauf que les revenus provenant des valeurs mobilières ainsi que les revenus dégagés par la cession, l'apport ou la liquidation de ces actifs ne

---

368 Quant à la déductibilité des charges en cas de transformation de *holding* 29 en société pleinement imposable *cf.* tribunal administratif 9 février 2009, *Bulletin Droit et Banque*, nº 45, p. 69, commenté par J. Schaffner et Fr. Ewers.

369 Quant à la qualification directe d'une participation dans une société de capitaux, Cour administrative, 26 juin 2008, *Bulletin Droit et Banque*, nº 43, p. 67, avec commentaire de J. Schaffner, M. Junius, A. Tusamba.

370 Alinéa 6 modifié de l'article 174, LIR.

constituent pas des revenus imposables. La plupart des conventions contre la double imposition risquent toutefois de ne pas être reconnues comme applicables aux SICAR.

Certaines sociétés *holding* ont eu la possibilité de se convertir en sociétés d'investissement spécialisées sous un régime fiscal en tous points comparable à celui des OPC.

Rappelons également, à cet égard, le régime favorable des organismes de titrisation[371].

Enfin, les sociétés *holding* détenues par des particuliers ont pu choisir le régime des sociétés de gestion de patrimoine familial[372].

Section 2
L'évolution de la charge fiscale

193. Alors que la chronique de la dernière décennie était placée[373] sous l'intitulé « L'allégement de la charge fiscale globale », la fin de la présente décennie et l'avenir risquent de se placer sous un « désallégement » de cette charge.

194. L'allégement avait pourtant perduré pendant les premières années de la décennie. La *loi du 23 décembre 2005* a introduit une *retenue à la source libératoire sur les revenus de l'épargne sous forme de paiement d'intérêt* pour les résidents personnes physiques au taux de 10 %, disposition qui s'accompagne d'une sorte d'amnistie, puisque l'article 9 de la loi sous l'intitulé « Liquidation du passé » dispose qu'aucune information concernant les revenus soumis à la retenue libératoire ne peut, sauf exception, être utilisée aux fins d'une poursuite pour fraude ou d'une imposition relative aux impôts sur le revenu ou sur la fortune née avant l'entrée en vigueur de cette loi[374].

Surtout, l'article 11 de cette loi est venu abolir, à partir de l'année d'imposition 2006, l'impôt sur la fortune dans le chef des personnes physiques.

---

371 *Supra*, n°s 54 et s.

372 *Supra*, n°s 169 et s.

373 *Op. cit.*, n° 1-87.

374 Voy. à ce sujet jugement du tribunal administratif du 18 mai 2009, *Bulletin Droit et Banque*, n° 45, p. 70 commenté par J. Schaffner ; voy. également Cour administrative du 14 janvier 2010 concernant la communication d'informations entre l'administration des contributions et l'administration de l'enregistrement et des domaines au regard de la disposition de l'article 9 de cette loi, commenté par J. Schaffner, « Chronique de jurisprudence fiscale », *Bulletin Droit et Banque*, n° 47, p. 73.

195. Un allégement s'est encore produit par la *loi du 21 décembre 2007* introduisant à l'article 50*bis*, LIR, une mesure *favorisant l'investissement dans la propriété intellectuelle* et encourageant les investissements en recherche et développement. Selon cette disposition, les revenus perçus à titre de rémunération pour l'usage ou la concession des droits d'auteur sur les logiciels, de brevets et de marques de fabrique, de dessins et de modèles sont exonérés à hauteur de 80 % de leur montant net positif, de même que sont exonérés à hauteur de 80 % les plus-values dégagées lors de la cession de tels droits.

196. Certes encore, *l'impôt sur le revenu des collectivités* qui, rappelons-le, était durant les années fiscales 2002 à 2008 de 22 % et 26 %, réduit depuis l'année d'imposition 2009 à 20 % et 21 %, est resté à ce niveau, avec une charge totale, compte tenu de l'impôt commercial communal et de la contribution au fonds pour l'emploi, de maximum 29,22 % et, selon les calculs, à 24 % en moyenne[375].

197. Par contre, le taux de *l'impôt sur le revenu des personnes physiques*, dont la réduction à 38 % avait pu être saluée lors de la décennie précédente, a été relevé à 39 % et, pour l'année d'imposition 2013, à 40 % pour la tranche de revenus la plus élevée, avec une majoration pour l'alimentation du fonds pour l'emploi de 6 % et de 9 % pour les revenus dépassant, selon la classe d'impôt, 150 000 euros ou 300 000 euros. Et alors que l'année d'élection qui s'annonce ne verra peut-être plus de changement de la charge fiscale, la situation budgétaire risque, par la suite de la décennie, de conduire à de nouvelles augmentations de cette charge.

198. Pourtant, en ce qui concerne certains professionnels du secteur financier, la *loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs*, à son article 213, vient alléger l'impôt sur le revenu de certains salariés des gestionnaires ou sociétés de gestion de fonds alternatifs. L'exposé des motifs constate[376] que la situation de ces salariés « n'est pas comparable à celle de salariés classiques […] » puisqu'« ils inventent et mettent sur pied des produits financiers dans lesquels ils participent également en tant qu'investisseur », que « pour cette part de leur "*input*", ils reçoivent un intéressement aux plus-values si le produit s'avère performant » et que « par contre, si l'investissement n'est pas couronné de succès, ils ne touchent rien et risquent de perdre

[375] Voy. au présent ouvrage : E. Adam, J.-L. Fisch, « Aspects fiscaux de la restructuration de dettes ».
[376] *Doc. parl.*, n° 6471, p. 8.

leur mise ». Aussi l'article 213 de la loi, en complétant l'article 99*bis*, prévoit-il que cet intéressement aux plus-values (*carried interests*) est à considérer comme revenu extraordinaire imposable par application de l'article 131, alinéa (1), *sub* d), LIR, à savoir à un taux égal au quart du taux global correspondant aux revenus imposables ajustés.

L'avis de la Chambre de commerce[377] avait salué cette disposition comme « un incitateur fiscal en vue de rendre le Luxembourg attractif aux yeux des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs »[378]. Par contre, elle estimait que les conditions de mise en œuvre de ce régime étaient trop restrictives.

Parmi ses critiques, elle signale la disposition de l'article 213, selon laquelle le taux de faveur s'applique « à condition d'être réalisé en conformité avec la présente loi par des personnes physiques qui n'avaient pas leur domicile fiscal au Luxembourg ou n'y étaient soumises à l'impôt sur le revenu des personnes physiques du chef de revenu professionnel au cours des cinq années d'imposition précédant celle de la mise en vigueur de la présente loi ». La Chambre de commerce considérait une telle condition comme « contraire au principe constitutionnel d'égalité devant la loi », privant les gestionnaires d'ores et déjà établis du régime fiscal favorable. On peut s'étonner que le Conseil d'État, dans son avis du 22 mars 2013[379], n'ait fait aucune observation à cet égard. Outre que la règle pourrait contrevenir au principe d'égalité, on doit se demander si elle ne risque pas, au regard de sa « spécificité », d'encourir les foudres de la Commission européenne au titre d'aide d'État.

La Chambre de commerce avait critiqué encore d'autres conditions au taux de faveur prévues par le projet de loi, entre autres l'exigence de la récupération préalable de l'intégralité de la mise initiale des investisseurs avant le versement d'un intéressement, ce qui, aux vues de cette chambre, « impose au fonds de se vider de sa substance pour pouvoir verser un intéressement aux gestionnaires » en constatant que cette condition exclut *de facto* les fonds organisés sous forme de paiement régulier de l'intéressement par opposition aux fonds qui prévoient une répartition des bénéfices en fin de vie du fonds.

---

377 *Doc. parl.*, n° 6471/1.

378 L'avis constate 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 leurs familles, 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 synonymes de pérennisation de notre place financière ».

379 *Doc. parl.*, n° 6471/2.

Les dispositions ainsi critiquées du projet n'ont subi aucune modification dans la loi.

199. Le projet de loi nº 5595 relative à la fondation patrimoniale comporte une disposition qui, bien au-delà du domaine de cette fondation, est susceptible de rendre attractif le transfert de résidence au Luxembourg par des résidents de l'étranger. L'article 34 de ce projet de loi prévoit en effet l'insertion à l'article 102, LIR, d'une disposition qui a pour objet que, lorsqu'une personne transfère sa résidence au Luxembourg, les participations importantes qu'elle détient sont évaluées à la date à laquelle intervient le transfert.

L'exposé des motifs[380] qualifie ce procédé de « *step up* », l'objectif étant d'éviter la double imposition de la plus-value de cession dans la mesure où celle-ci a été générée avant la date d'établissement de la résidence fiscale au Luxembourg. Le Luxembourg renonce ainsi, de manière unilatérale, à l'imposition de la plus-value accumulée dans l'État de sortie, et ce, même si le régime fiscal de cet État ne prévoit pas l'imposition des plus-values de participations importantes en cas de transfert à l'étranger.

Le commentaire des articles[381] qualifie cette mesure de novatoire tout en constatant que ce principe est déjà actuellement appliqué au cas du transfert d'une entreprise par l'article 35, LIR, paragraphe (4).

Section 3
L'évolution sur le plan européen et international

200. La *loi du 21 juin 2005* a transposé en droit luxembourgeois la directive 2003/48/CE du 3 juin 2003 *en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme d'intérêt*. Cette loi impose, en son article 7, le prélèvement par l'agent payeur établi au Luxembourg d'une retenue à la source qui est passée de 15 % pendant les trois premières années et de 20 % pendant les trois années suivantes à 35 % à l'heure actuelle.

201. À l'horizon de 2015, ce système sera relayé par le système de *l'échange d'information automatique* et il ne peut pas être exclu que, suivant les négociations avec des pays non membres de l'Union européenne, cet échange d'informations vienne s'appliquer à des revenus autres que les intérêts[382].

---

380 *Doc. parl.*, nº 5595, exposé des motifs, p. 3.

381 *Ad* article 34, point 3.

382 Voy. au présent ouvrage : M. Bertha, Y. Prussen, « L'échange automatique des renseignements à des fins fiscales ».

202. Le projet d'une taxe sur les transactions financières a recueilli l'adhésion de certains États membres, mais non du Luxembourg qui considère cette taxe comme nuisible aux marchés financiers. À l'heure actuelle, les propositions de la Commission européenne sont jugées peu adéquates même par la France qui est pourtant le pionnier de cette taxe[383].

203. Sur le plan de la TVA, l'année 2015 verra le Luxembourg privé de recettes fiscales très importantes par le fait que le taux de la TVA en matière de commerce électronique ne se déterminera plus selon l'État de résidence du prestataire des services TVA, mais selon celui du destinataire des services.

204. Au-delà de l'Europe, FATCA, que nous impose la puissance des États-Unis, devra être mise en œuvre par notre pays sous la forme du « modèle 1 », avec ce que cela comporte de charges supplémentaires. On peut à tout le moins se féliciter de ce que notre place financière, par une saine prudence, a évité les avatars que son concurrent, la Suisse, s'apprête péniblement à surmonter.

Réflexions et conclusion

205. Le chroniqueur sort épuisé de ses recherches. Sur le plan quantitatif, la moisson législative est énorme. Alors que les apports législatifs indigènes sont relativement modestes, l'afflux de provenance communautaire est démesuré. À titre d'exemple, la loi MiFID occupe, avec ses deux règlements grand-ducaux, quatre-vingt-trois pages au *Mémorial*. Le record sera encore battu par la loi AIFMD où le document parlementaire 6471, comportant le projet de loi, l'exposé des motifs et le commentaire des articles, s'étend sur cent quatre-vingt-huit pages et où l'article 1er contient soixante-cinq définitions.

Les textes sont rendus difficiles également par l'insertion dans une même loi de volets différents sans relation entre eux autre que le souci du législateur de profiter de la modification d'une loi pour y loger des modifications d'autres lois. À titre d'exemple, la loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers comporte un large volet de « toilettage » de la loi relative au secteur financier. Sans l'excellent travail de la CSSF dans la coordination des textes de cette loi, avec, pour chaque paragraphe ou alinéa, l'indication de l'origine de la modification, la tâche du lecteur qui veut, à la lumière des travaux préparatoires, comprendre la raison et le but des modifications serait impossible.

[383] Déclaration de M. Moscovici selon la presse du 12 juillet 2013.

Notre lecteur n'en sera pas moins mis à rude épreuve lorsqu'il constatera que la place que prennent les différents chapitres est sans commune mesure avec l'importance et l'intérêt qu'ils présentent pour le praticien. À titre d'exemple, dans la version consolidée à avril 2013 établie par les soins de la CSSF, de la loi relative au secteur financier, les dispositions fondamentales sur l'agrément des établissements de crédit dans les articles 1 à 11 occupent cinq pages, alors que le chapitre sur la surveillance complémentaire des établissements et des entreprises appartenant à un conglomérat financier en occupe quinze ; or, on sait qu'il n'existe pas, comme l'ont relevé les travaux préparatoires, de tel conglomérat financier au Luxembourg.

Par ailleurs, comme l'avait relevé l'exposé des motifs de la loi relative aux marchés d'instruments financiers approuvé en cela par le Conseil d'État[384], un certain nombre de dispositions que cette loi a fait loger dans la loi relative au secteur financier sont à caractère institutionnel et auraient pu trouver leur place dans la loi organique sur la Commission de surveillance du secteur financier.

Ce qui est plus grave, c'est que l'énorme masse de réglementation, qui nous est imposée par l'Europe, l'OECD, et avec FATCA, un État étranger, pèsera lourd sur les entreprises du secteur financier et surtout sur celles qui sont petites ou moyennes. Et, au-delà du poids de la réglementation, se pose la question de son utilité et de son efficacité : l'appareil administratif et réglementaire colossal des États-Unis n'a pas empêché la flagrante fraude *Madoff*. On doit donc se demander, sans préjugé, si de telles fraudes peuvent être évitées par une réglementation toujours plus pointue et pointilleuse qui nous attend, à l'exemple de la loi AIFMD.

Ces réflexions ne doivent pas méconnaître le travail remarquable, tant sur le plan quantitatif que qualitatif, qu'ont accompli au cours de la décennie la CSSF, les organisations professionnelles, le ministère des Finances, les commissions parlementaires et le Conseil d'État pour venir à bout de la montagne de textes qui leur arrivent tous les jours des services de la Commission européenne, des autres institutions et des organes consultatifs.

C'est aussi l'occasion de rendre hommage aux nombreux auteurs d'articles, de commentaires et de chroniques de législation et de jurisprudence qui ont contribué durant cette décennie à la compréhension et à l'interprétation des textes et des décisions, développant ainsi une doctrine désormais estimable que viennent encore d'enrichir la centaine d'articles de qualité et d'une grande diversité qui constituent le présent ouvrage.

---

384 *Supra*, n° 93.

Grâce à ces efforts, la place financière se trouve dotée d'une infrastructure juridique et organisationnelle qui la prépare pour affronter ces exigences, et ce, souvent avec plus de rapidité que d'autres places, là où le Luxembourg peut s'attendre à des remontées en terme d'emplois, de recettes et d'une compétitivité de plus en plus difficile à maintenir.

Février 2014