

## LE LUXEMBOURG : UNE JURIDICTION DE CHOIX POUR INVESTIR DANS DE LA DETTE



**OLIVER R. HOOR**

TAX PARTNER (HEAD OF TRANSFER PRICING AND THE GERMAN DESK) WITH ATOZ TAX ADVISERS (TAXAND LUXEMBOURG)

I. INTRODUCTION .....	8
II. ANALYSE DE RENTABILITÉ ET STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT .....	9
III. VÉHICULES D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS .....	10
A. Aperçu .....	10
B. Les fonds .....	10
C. Les organismes de titrisation .....	10
1) Présentation générale .....	10
2) Excursus : Sociétés de titrisation, règles de limitation de la déductibilité des intérêts et exception de l'entité autonome .....	11
D. Sociétés luxembourgeoises .....	13
1) Présentation générale .....	13
2) Excursus : sociétés luxembourgeoises investissant dans des créances en difficultés .....	13
IV. À QUOI POURRAIT RESSEMBLER UNE PLATEFORME D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOISE .....	14
A. Aperçu .....	14
B. Fonds luxembourgeois avec une société luxembourgeoise .....	14
C. Fonds luxembourgeois avec un véhicule de titrisation luxembourgeois .....	15
D. Fonds luxembourgeois avec un véhicule de titrisation local .....	15
E. Fonds luxembourgeois avec des investissements paneuropéens .....	16
V. CONCLUSION .....	16

*Les investissements dans de la dette sont devenus de plus en plus populaires au cours des deux dernières décennies. La dette privée comprend, au sens large, toute dette détenue par des entités privées et peut revêtir de nombreuses formes. Toutefois, la dette privée implique le plus souvent des institutions non bancaires qui accordent des prêts à des sociétés privées (éventuellement par l'intermédiaire d'une banque de façade) ou qui achètent ces prêts sur le marché secondaire. Cet article analyse comment les investissements dans de la dette peuvent être réalisés efficacement par le biais de véhicules d'investissement luxembourgeois ou d'une combinaison de véhicules d'investissement luxembourgeois et potentiellement étrangers.*

### I. INTRODUCTION

Les investissements dans de la dette ont connu un essor massif à la suite de la dernière crise financière de 2008/2009 lorsque les banques, impactées par les réglementations d'après-crise, n'ont pas été disposées à fournir aux entreprises et aux investisseurs un financement suffisant sous forme de prêts. Cette situation a

créé un besoin d'investissements dans de la dette privée, comblant le vide laissé par les banques et offrant aux investisseurs des rendements prometteurs et une diversification de leur portefeuille.

La situation économique actuelle, alimentée par plusieurs crises depuis le début de la décennie, va continuer à renforcer les besoins et les opportunités d'investissements

dans de la dette privée dans les années à venir. Les récentes faillites de la First Republic Bank, de la Silicon Valley Bank, de la Signature Bank et de la Silvergate Bank aux États-Unis, ainsi que le rachat précipité du Crédit Suisse par UBS en Suisse, sont autant d'indices des faiblesses actuelles du secteur bancaire qui pourraient entraîner une diminution des prêts bancaires.

Les investissements dans la dette privée gérés par des fonds d'investissement luxembourgeois réglementés tels que les fonds d'investissement alternatifs réservés (« FIAR ») et les fonds d'investissement spécialisés (« FIS ») ont dépassé 260 milliards d'euros en juin 2022, ce qui représente une croissance de plus de 45 % sur un an<sup>1</sup>. Ces développements impressionnants sont révélateurs des perspectives positives pour cette classe d'actifs.

Lorsque des investissements dans de la dette sont effectués, le cadre réglementaire applicable au Luxembourg et dans la juridiction d'investissement doit être soigneusement analysé car il existe des limitations strictes concernant les activités autorisées (nécessité d'obtenir une licence, etc.). En outre, l'analyse fiscale nécessite une analyse complète du traitement fiscal à l'occasion de l'implémentation, pendant la durée de vie de l'investissement et au moment de l'*exit*. À cet égard, il convient d'analyser l'application potentielle des règles anti-abus telles que les règles de limitation de la déductibilité des intérêts, les règles anti-hybride et, dans certains cas, les règles anti-abus générales. Cet article se contente de présenter les possibilités d'investissement offertes aux investisseurs par le cadre juridique luxembourgeois.

## II. ANALYSE DE RENTABILITÉ ET STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT

Les investissements dans de la dette offrent des opportunités intéressantes tant pour les investisseurs que pour les emprunteurs. Les investisseurs se voient proposer des opportunités d'investissement attrayantes qui offrent des rendements ajustés au risque. À ce titre, les investissements dans de la dette sont devenus une catégorie largement reconnue de portefeuille diversifié et font désormais partie de nombreuses stratégies d'allocation d'actifs. En outre, les investissements dans de la dette permettent aux investisseurs d'accéder à des marchés qui leur seraient autrement inaccessibles, comme l'accès accru à de la dette d'infrastructure qui permet d'obtenir des rendements stables à long terme.

De même, les investissements dans de la dette sont favorables pour les emprunteurs. Dans une période de resserrement quantitatif (« *quantitative tightening* ») où les banques hésitent de plus en plus à accorder des financements par emprunt aux entreprises et aux investisseurs, les investissements dans de la dette privée peuvent combler cette lacune. Par exemple, lorsque les banques sont plus réticentes à financer des investissements tels que l'immobilier avec les niveaux d'endettement antérieurs, les investissements dans de la dette peuvent combler l'écart entre le financement interne et le financement bancaire. En outre, les banques peuvent être incitées à céder des prêts non performants et des investissements dans des créances en difficulté (« *distressed debts* ») à des fonds de dette afin d'éliminer ces positions risquées de leurs bilans.

Les investissements dans de la dette peuvent suivre un large éventail de stratégies d'investissement avec des profils de risque/rendement variés, y compris, en particulier :

- **Les stratégies de prêts directs** qui se concentrent principalement sur l'octroi de prêts aux entreprises privées du marché intermédiaire. Les réglementations adoptées à la suite de la crise financière de 2008/2009 ont réduit la capacité des banques commerciales à prêter à bon nombre de ces entreprises. Par conséquent, les prêteurs non bancaires, tels que les investisseurs institutionnels en dette privée, ont contribué à combler cette lacune.
- **Les investissements dans des créances en difficulté** (« *distressed debts* ») (ou investissements en prêts non performants) qui consistent à acquérir des titres de créance d'entreprises connaissant des difficultés financières ou opérationnelles. Les investisseurs ce type de créances achètent souvent des titres de créance avec une forte décote par rapport à leur valeur nominale, en ayant comme perspective de tirer profit de la faillite ou de la restructuration de l'entreprise en vue d'améliorer ses performances à long terme.
- **Le prêt mezzanine** qui est une forme hybride de financement par de la dette et par des fonds propres. Les créanciers ont généralement le droit de convertir leur dette mezzanine en une participation au capital de l'entreprise en cas de défaillance (généralement après que les créanciers de premier rang aient été payés).
- **La dette immobilière** : la stratégie la plus courante est le prêt direct en vue de l'acquisition de biens immobiliers. Cela peut inclure l'achat et la vente de prêts immobiliers titrisés sur le marché secondaire. Les profils de

1. Cf. "Private Debt Fund Survey 2022, Harnessing the momentum of a buoyant market", ALFI, [https://www.alfi.lu/getattachment/f09fe104-f590-416b-9289-0b16002f37ad/app\\_data-import-alfi-private-debt-fund-survey-2022.pdf](https://www.alfi.lu/getattachment/f09fe104-f590-416b-9289-0b16002f37ad/app_data-import-alfi-private-debt-fund-survey-2022.pdf).

risque de ces investissements varient en fonction des actifs sous-jacents.

- **La dette d'infrastructure** qui est une dette utilisée pour le développement des infrastructures et l'investissement dans les actifs existants, généralement sur des durées plus longues (30 ans et plus) en raison de la durée de vie utile prolongée de ces actifs.
- **Les prêteurs dédiés aux situations spéciales** qui achètent généralement des titres de créance à un prix bien inférieur à leur valeur nominale, cherchant à tirer profit d'une résolution positive de tout problème affectant l'entreprise. Certaines situations spéciales peuvent inclure un litige ou une faillite.

### III. VÉHICULES D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS

#### A. Aperçu

Le cadre juridique luxembourgeois offre un éventail d'options adaptées pour investir dans de la dette qui comprennent différents régimes de fonds, les organismes de titrisation ainsi que les sociétés. Le choix du véhicule d'investissement optimal (ou d'une combinaison de véhicules d'investissement) doit être effectué au cas par cas.

Les investissements dans de la dette nécessitent en outre une analyse du point de vue des réglementations luxembourgeoise et locale. En particulier, les stratégies de prêt direct peuvent être soumises à des limitations qui peuvent être levées par le biais de l'utilisation de véhicules d'investissement spécifiques (par exemple, des organismes de titrisation locaux) ou une banque de façade qui accorde le prêt à l'emprunteur et le transfère ensuite à un fonds de dette.

#### B. Les fonds

Le cadre juridique luxembourgeois prévoit un certain nombre de régimes de fonds différents, tels que le fonds d'investissement spécialisé (« FIS ») et le fonds d'investissement alternatif réservé (« FIAR »), qui peuvent être établis sous forme de société de capitaux ou de personnes ou encore sous forme contractuelle (« fonds commun de placement », « FCP »).

Alors que le FIS est un véhicule réglementé qui bénéficie d'un régime réglementaire allégé, le FIAR n'est réglementé

(et supervisé) qu'indirectement par le biais de la réglementation à laquelle son gestionnaire de fonds d'investissement alternatif (« GFIA ») est soumise. Le régime du FIAR est donc très avantageux en ce qui concerne les (courts) délais de commercialisation.

Le FIS comme le FIAR peut être constitué sous forme de fonds à compartiments multiples où chaque compartiment peut avoir des investisseurs différents et suivre une stratégie d'investissement différente. La loi sur les FIS ne prévoit pas de restrictions spécifiques en matière d'investissement mais fait référence au concept de répartition des risques (c'est-à-dire qu'un FIS ne peut pas investir plus de 30 % de ses actifs ou de ses engagements de souscription dans des titres de même nature émis par un même émetteur).

Alors que les fonds établis sous forme de société sont exonérés de l'impôt sur le revenu des collectivités (« IRC »), de l'impôt commercial communal (« ICC ») et de l'impôt sur la fortune (« IF ») au Luxembourg, les fonds établis sous forme contractuelle ou en tant que société en commandite ne sont pas soumis à l'IRC, l'ICC ou l'IF.<sup>2</sup> Les distributions effectuées par les fonds luxembourgeois ne sont pas soumises à la retenue à la source luxembourgeoise. De même, les plus-values réalisées par les investisseurs non-résidents lors de la cession de parts de fonds ne sont pas imposables au Luxembourg. Toutefois, les FIS et les FIAR sont soumis à une taxe d'abonnement annuelle de 0,01 % calculée sur les actifs nets du fonds.

Les investissements peuvent également être réalisés par l'intermédiaire d'une société en commandite (spéciale) non réglementée (« SCS » ou « SCSp ») qui a la qualification de fonds d'investissement alternatif (« FIA ») et doit être gérée par un GFIA. Dans ce cas, le fonds n'est soumis ni à l'IRC, l'ICC et l'IF, ni à la taxe d'abonnement.

Si les fonds luxembourgeois peuvent investir directement dans des instruments de dette, en pratique, les investissements sont généralement réalisés par l'intermédiaire d'une société luxembourgeoise et/ou de d'organismes de titrisation luxembourgeois ou étrangers.

#### C. Les organismes de titrisation

##### 1) Présentation générale

Les organismes de titrisation peuvent prendre la forme d'une société (de capitaux ou de personnes) de titrisa-

2. Les fonds luxembourgeois constitués sous forme de société sont soumis à l'IRC, à l'ICC et à l'IF, mais bénéficient d'une exonération subjective. Les fonds luxembourgeois établis sous la forme juridique d'une société de per-

sonnes ou sous la forme contractuelle ne sont pas soumis à l'IRC, à l'ICC et à l'IF.

tion ou d'un fonds de titrisation. Toutefois, la plupart des organismes de titrisation sont le plus souvent constitués sous la forme d'une société de titrisation qui peut créer plusieurs compartiments pour différents investisseurs ayant chacun une politique d'investissement distincte.

La société de titrisation est généralement soumise à l'IRC et à l'ICC à un taux global de 24,94 % (dans la commune de Luxembourg-ville). Bien que les sociétés de titrisation ne soient pas soumises aux règles de prix de transfert, leur revenu imposable ne doit pas être négatif (après déduction des coûts opérationnels et des charges d'intérêt). Une société de titrisation est en outre soumise à l'IF minimum luxembourgeois.<sup>3</sup>

En ce qui concerne l'IRC et l'ICC, il faut tenir compte des règles de limitation de la déductibilité des intérêts qui peuvent limiter la déductibilité des charges d'intérêts encourues par la société de titrisation lorsque cette dernière génère des surcoûts d'emprunt (c'est-à-dire, lorsque les charges d'intérêts dépassent les revenus d'intérêts et les revenus économiquement équivalents).

Lorsque les actifs sous-jacents sont des titres de créance portant intérêt, les règles de limitation de la déductibilité des intérêts ne devraient pas entraîner la non-déductibilité des charges d'intérêts car les revenus d'intérêts devraient dépasser le (ou au moins correspondre au) montant des charges d'intérêts encourues en relation avec les titres de créance émis aux investisseurs.

Toutefois, lorsqu'une société de titrisation luxembourgeoise génère des surcoûts d'emprunt, la déductibilité de ces surcoûts d'emprunt est généralement limitée à 30 % du résultat avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (« EBITDA »). Ces règles de limitation de la déductibilité des intérêts prévoient toutefois que les surcoûts d'emprunt peuvent être déduits sans aucune limitation à concurrence d'un montant annuel de 3 millions d'euros (régime de protection).

Les investissements peuvent également être réalisés par l'intermédiaire d'un fonds de titrisation établi sous forme contractuelle (FCP) et géré par une société de gestion. Les fonds de titrisation ne sont pas soumis à l'IRC, à l'ICC ainsi qu'à l'IF et sont exonérés de la taxe d'abonnement.

Les organismes de titrisation peuvent également être établis sous la forme juridique d'une société en comman-

dite (spéciale) qui se caractérise par une grande flexibilité juridique. D'un point de vue fiscal, ces organismes de titrisation ne sont soumis ni à l'IRC, à l'ICC et à l'IF ni à la taxe d'abonnement.

## 2) Excursus : sociétés de titrisation, règles de limitation de la déductibilité des intérêts et exception de l'entité autonome

Lorsqu'une société de titrisation investit dans des créances en difficultés (ou des prêts non performants), les règles de limitation de la déductibilité des intérêts peuvent s'appliquer. D'une manière générale, les investissements dans des créances en difficulté reposent sur l'acquisition de titres de créance à un prix inférieur à leur valeur nominale sur le marché secondaire. L'idée est de réaliser ensuite un rendement lors de la cession ou du remboursement de l'instrument de dette, lorsque la situation financière du débiteur s'est améliorée.

Lorsque les revenus réalisés sur les actifs ne peuvent pas être qualifiés de revenus d'intérêts (ou de revenus économiquement équivalents), la société de titrisation réalise des surcoûts d'emprunt (en relation avec les instruments de dette émis aux investisseurs) qui peuvent ne pas être entièrement déductibles en vertu des règles de limitation de la déductibilité des intérêts.

Toutefois, les règles de limitation de la déductibilité des intérêts prévoient une exception pour les entités autonomes qui sont des entités qui (i) ne font pas parties d'un groupe consolidé à des fins de comptabilité financière et (ii) n'ont pas d'entreprise associée ou pas d'établissement stable.

Les opérations de titrisation sont souvent organisées via des véhicules dits « orphelins » où les parts ou actions de la société de titrisation luxembourgeoise (souvent une participation minimale de 12 000 euros) sont détenues par une partie tierce déconnectée à la fois de l'initiateur de la titrisation et des investisseurs. Ces structures orphelines constituent la norme dans de nombreuses branches du secteur de la titrisation et répondent à des impératifs commerciaux et réglementaires (indépendance de la gouvernance et déconsolidation à des fins réglementaires, notamment).

Les parties tierces qui détiennent les parts des sociétés de titrisation sont souvent des trusts caritatifs (« *charitable trusts* ») ou des fondations telles que des *Stichtings* de droit néerlandais. La question se pose alors de savoir si les sociétés de titrisation détenues dans ces structures orphelines entrent dans le champ d'application de

3. L'impôt minimum sur la fortune annuel s'élève à 4.815 EUR si la somme des immobilisations financières, des créances sur des entreprises liées et sur des entreprises avec lesquelles la société de titrisation a un lien de participation, des valeurs mobilières et des avoirs en banques, avoirs en comptes de

chèques postaux, chèques et encaisse dépasse 90 % du total du bilan et 350 000 euros. Dans le cas contraire, l'IF minimum varie entre 535 EUR et 32.100 EUR, en fonction du niveau total du bilan.

l'exception applicable aux entités autonomes. En substance, il peut sembler évident que ces sociétés devraient entrer dans le champ d'application de l'exclusion vu que l'objectif fondamental des structures orphelines est de créer un véhicule qui soit autonome pour une multitude de raisons non fiscales.

La société de titrisation émet des billets de trésorerie (« notes ») ou d'autres titres obligataires à l'intention des investisseurs et utilise les fonds reçus pour acquérir un portefeuille d'actifs tels que des créances en difficulté. Les intérêts versés au titre des instruments de dette émis par la société de titrisation correspondent généralement aux revenus générés par les investissements (diminués des coûts encourus par le véhicule de titrisation).<sup>4</sup>

Étant donné que les revenus générés par les actifs sous-jacents sont en grande partie transférés aux investisseurs (par exemple, sous la forme d'intérêts versés sur les billets de trésorerie), les seuls paiements effectués par la société de titrisation au trust caritatif sont des distributions (limitées) de bénéfices et des remboursements de capital à l'issue de la période d'investissement.

Les sociétés de titrisation qui se trouvent dans les structures orphelines ne font généralement pas partie d'un groupe consolidé à des fins de comptabilité financière et n'ont pas non plus d'établissement stable dans une autre juridiction. Par conséquent, l'exception relative aux entités autonomes devrait s'appliquer (c'est-à-dire que les règles de limitation de la déductibilité des intérêts ne devraient pas s'appliquer) dès lors que la société de titrisation n'a pas d'entreprise associée (qu'il s'agisse d'une personne physique ou morale) qui détient une participation de 25 % ou plus en termes de droits de vote ou de capital ou qui est en droit de recevoir 25 % ou plus des bénéfices de la société de titrisation.

Ainsi, dans le cadre d'une structure orpheline, il convient d'analyser si la société de titrisation a un associé détenant une participation de 25 % ou plus. Un trust est une relation fiduciaire tripartite dans laquelle le trust ou constituant/fiduciant (« *settlor* ») transfère des actifs au fiduciaire (« *trustee* ») au profit d'un tiers (un ou plusieurs bénéficiaires). Dans le cas d'une structure orpheline, les bénéficiaires d'un trust peuvent être des organisations caritatives ou le trust lui-même peut être une organisation caritative avec une catégorie définie de bénéficiaires. Ainsi, la propriété juridique appartient au trust, tandis que la propriété économique appartient aux bénéficiaires.

Comme mentionné ci-dessus, dans de nombreux cas, les sociétés de titrisation luxembourgeoises sont détenues par des fondations telles qu'une « *Stichting* » néerlandaise. Dans un tel cas, il convient d'analyser au cas par cas si la fondation est un organisme au sens de l'article 159 ou 160 de la LIR (contribuable sous forme d'une société de capitaux) ou de l'article 175 de la LIR (organisme transparent). Cela nécessite une analyse détaillée des règles de constitution et de fonctionnement précises de la fondation.

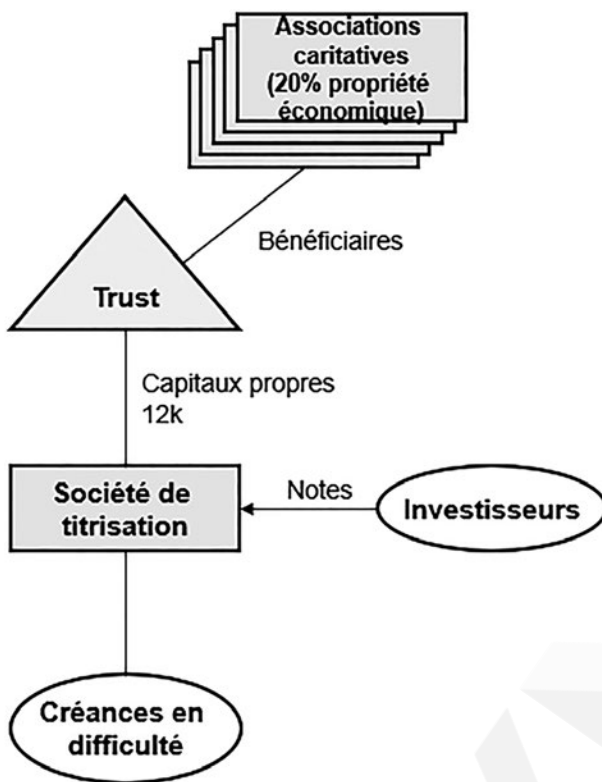
Toutefois, quelle que soit la classification d'un trust ou d'une fondation, la propriété des parts ou actions de la société de titrisation luxembourgeoise doit être attribuée conformément au concept de propriété économique. Ce concept est l'expression de l'approche économique (c'est-à-dire, de la prééminence du fond sur la forme) selon laquelle la réalité économique doit primer sur la simple forme juridique. En ce qui concerne la propriété des actifs en matière fiscale, la propriété économique prime sur la propriété juridique lorsque le propriétaire juridique et le propriétaire économique ne sont pas la même personne.

Le paragraphe 11 de la loi d'adaptation fiscale fournit quelques exemples d'application du concept de propriété économique en pratique. Les alinéas 2 et 3 du Paragraphe 11 de la loi d'adaptation fiscale prévoient que les actifs détenus dans le cadre d'une relation fiduciaire doivent être attribués à leur bénéficiaire (selon les circonstances, soit le fondateur/fiduciant, soit les bénéficiaires). Bien que la relation fiduciaire classique visée au Paragraphe 11 soit un concept de droit civil légèrement différent de celui du trust typique de *common law*, il est généralement reconnu que le Paragraphe 11 de la loi d'adaptation fiscale s'applique également aux trusts de *common law*.

Par conséquent, les bénéficiaires personnes physiques d'un trust caritatif doivent être considérés comme les propriétaires des parts ou actions détenues dans les sociétés de titrisation d'un point de vue fiscal luxembourgeois et, à condition que ces bénéficiaires ne constituent pas une entreprise associée (ayant un droit à plus de 25 % par exemple), la société de titrisation ne devrait pas avoir d'entreprise associée au sens de l'article 164ter (2) de la LIR. Si le détenteur direct des parts ou actions était un trust dont les bénéficiaires sont d'autres trusts, la même analyse s'appliquerait en remontant jusqu'aux bénéficiaires ultimes de ces autres trusts.

4. Les sociétés de titrisation n'entrent pas dans le champ d'application des règles luxembourgeoises en matière de prix de transfert.

Le diagramme suivant illustre une structure d'investissement de titrisation qui repose sur l'exception de l'entité autonome :



## D. Sociétés luxembourgeoises

### 1) Présentation générale

Les investissements dans de la dette peuvent également être effectués par l'intermédiaire d'une société luxembourgeoise qui est généralement soumise à l'IRC et à l'ICC sur son revenu mondial à un taux global de 24,94 % (dans la commune de Luxembourg-ville). Les sociétés luxembourgeoises sont en outre soumises à un IF annuel de 0,5 % de la valeur unitaire de la société (c'est-à-dire une valeur d'actif net modifiée). Les sociétés luxembourgeoises peuvent bénéficier des directives de l'UE et des conventions fiscales conclues par le Luxembourg.

Les revenus d'intérêts (et éventuellement les plus-values) réalisés dans le cadre d'investissements dans de la dette sont imposables au titre de l'IRC et de l'ICC. Les dépenses encourues par la société luxembourgeoise (charges d'inté-

rêt, frais de fonctionnement, etc.) devraient être déductibles à des fins fiscales.

Lorsque le revenu généré sur l'investissement est qualifié de revenu d'intérêt selon les Lux GAAP, les règles de limitation de la déductibilité des intérêts ne devraient pas s'appliquer (étant donné que la société n'encourt pas de surcoûts d'emprunt). A l'inverse, lorsque l'entreprise encourt des surcoûts d'emprunt, ces règles limitent la déductibilité des charges d'intérêt à 30 % de l'EBITDA, avec un régime de protection prévoyant que les surcoûts d'emprunt peuvent être déduits sans aucune limitation jusqu'à concurrence d'un montant de 3 millions d'euros.

Une société luxembourgeoise qui investit dans de la dette doit obtenir une rémunération de pleine concurrence. Alors qu'une société luxembourgeoise investissant dans des dettes (de tiers) ne devrait pas entrer dans le champ d'application de la circulaire fiscale luxembourgeoise applicable aux sociétés exerçant des activités de financement (intragroupe)<sup>5</sup>, il devrait cependant être possible de s'appuyer sur le même modèle de rémunération pour déterminer une rémunération de pleine concurrence, étant donné les similitudes du profil fonctionnel et du profil de risque de ces activités.<sup>6</sup>

### 2) Excursus : sociétés luxembourgeoises investissant dans des créances en difficultés

Lorsqu'une société luxembourgeoise investit dans des créances en difficulté (ou des prêts non performants), les revenus tirés du portefeuille peuvent souvent être qualifiés de plus-values plutôt que de revenus d'intérêts (ou de revenus économiquement équivalents à des intérêts). Dans ces circonstances, les règles de limitation de la déductibilité des intérêts peuvent entraîner la non-déductibilité d'une partie des charges d'intérêts encourues dans le cadre du financement du portefeuille de créances en difficulté (car la société encourt alors des surcoûts d'emprunt).

Lorsque la société luxembourgeoise conclut un instrument dérivé par lequel le risque de baisse et le potentiel de hausse du portefeuille de créances en difficulté (c'est-à-dire la couverture) sont transférés à une autre partie (par exemple, l'investisseur), les paiements correspondants ne devraient pas constituer des charges ou produits d'intérêts. Par conséquent, la société luxembourgeoise échangerait des gains et des pertes potentiellement élevés contre une rémunération de pleine concurrence stable. Les deux profils de risque/rendement (risques élevés/rendement

5. La circulaire L.I.R. no. 56/1 – 56bis/1 du 27 décembre 2016 traite des aspects de prix de transfert des sociétés de financement luxembourgeoises et fournit, entre autres, des orientations concernant la détermination d'une rémunération de pleine concurrence.

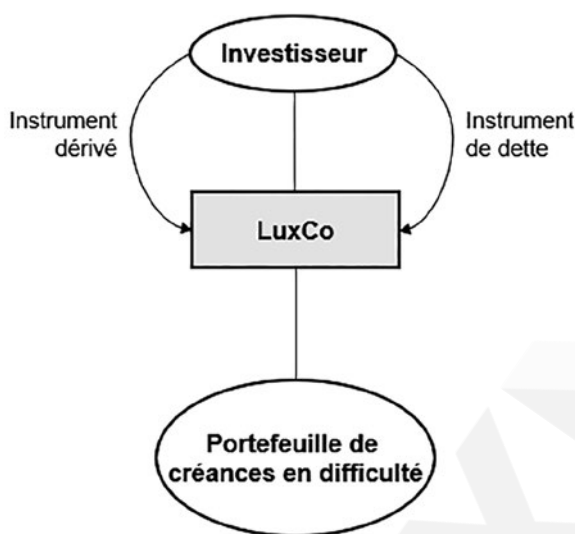
6. La rémunération de pleine concurrence d'une société de financement luxembourgeoise doit correspondre à un rendement de pleine concurrence des

capitaux propres appliqué au montant de la perte attendue (un montant correspondant de capitaux propres doit être disponible au niveau de la société de financement). Comme cette rémunération est une rémunération nette après impôts (IRC et ICC), le montant doit être majoré des coûts opérationnels et des impôts.

élevé contre risques faibles/rendement stable) sont tout aussi légitimes du point de vue des prix de transfert.

Les dépenses encourues au titre de l'instrument dérivé (en cas de réalisation de plus-values sur les investissements) ne devraient pas être considérées comme des coûts d'emprunt. Par conséquent, ces paiements ne devraient pas entrer dans le champ d'application des règles de limitation de la déductibilité des intérêts.

Le diagramme suivant illustre une société luxembourgeoise (« LuxCo ») finançant des investissements dans des créances en difficulté par le biais d'un instrument de dette octroyé par l'investisseur. En outre, LuxCo a conclu un instrument dérivé avec l'investisseur :



#### IV. À QUOI POURRAIT RESSEMBLER UNE PLATEFORME D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOISE

##### A. Aperçu

Une plateforme d'investissement luxembourgeoise doit être adaptée au type d'investissement (par exemple, émission de prêt – « *loan origination* » vs. investissement dans des créances en difficulté), à l'ampleur de l'activité d'investissement, à la (aux) juridiction(s) d'investissement, aux préférences des investisseurs et aux exigences (ou contraintes) d'un point de vue réglementaire au Luxembourg et dans la (les) juridiction(s) d'investissement.

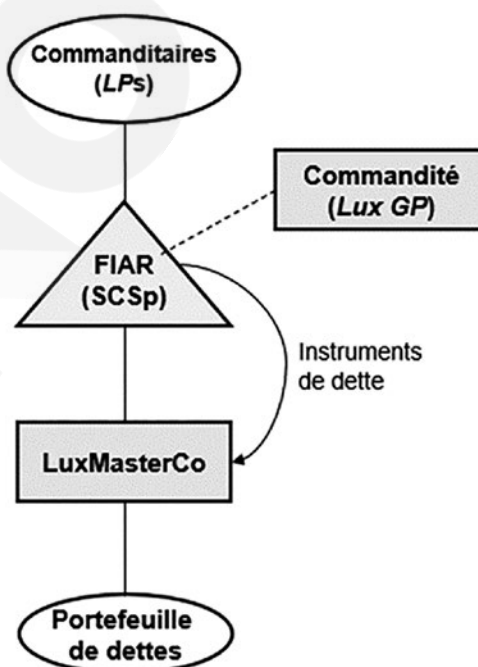
Par conséquent, une plateforme d'investissement peut souvent impliquer plus d'une entité, y compris des véhicules de titrisation locaux qui peuvent faciliter les investissements d'un point de vue réglementaire étranger et s'adapter aux pratiques du marché d'une juridiction particulière.

Cette section fournit plusieurs exemples de la manière dont une plateforme d'investissement peut être conçue en pratique.

##### B. Fonds luxembourgeois avec une société luxembourgeoise

Un fonds luxembourgeois (ici, un fonds d'investissement alternatif réservé, « FIAR ») investit par l'intermédiaire d'une société luxembourgeoise (« LuxMasterCo ») dans un portefeuille de prêts immobiliers accordés par des emprunteurs résidents de différents pays de l'UE. Le FIAR finance LuxMasterCo avec un instrument de dette qui porte un intérêt variable correspondant aux revenus d'intérêt générés par LuxMasterCo sur le portefeuille de dettes diminué d'une rémunération de pleine concurrence.

Le diagramme suivant illustre la plateforme d'investissement :



LuxMasterCo doit réaliser une rémunération de pleine concurrence sur ses activités d'investissement qui est soumise à l'IRC et à l'ICC à un taux global de 24,94 % (dans la commune de Luxembourg-ville). Étant donné que LuxMasterCo devrait réaliser plus de revenus d'intérêts qu'elle n'encourt de dépenses d'intérêts, LuxMasterCo ne devrait pas encourir de surcoûts d'emprunt et, par conséquent, les règles de limitation de la déductibilité des intérêts ne devraient pas s'appliquer.

Les paiements d'intérêts de pleine concurrence effectués par LuxMasterCo au FIAR ne sont pas soumis à la retenue à la source au Luxembourg. Le FIAR établi sous la forme juridique d'une SCSp n'est pas soumis à l'IRC, à l'ICC ou à l'IF. Toutefois, le FIAR est soumis à une taxe d'abonnement annuelle d'1 point de base sur ses actifs nets.

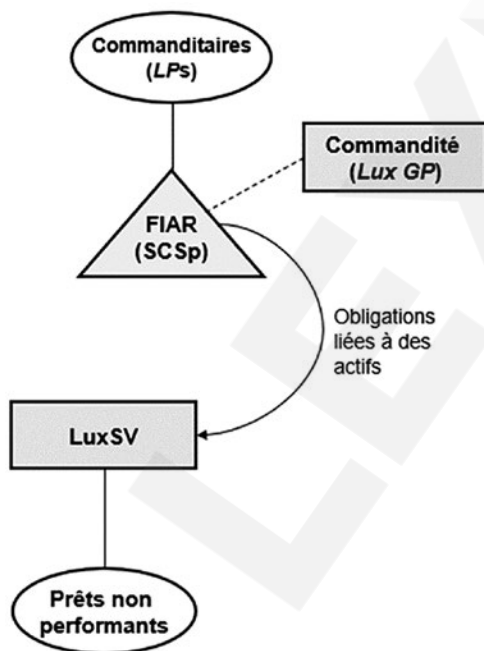
Les dividendes distribués par le FIAR aux investisseurs ne sont pas soumis à la retenue à la source luxembourgeoise.

### C. Fonds luxembourgeois avec un véhicule de titrisation luxembourgeois

Un FIAR investit par l'intermédiaire d'une société de titrisation luxembourgeoise (« LuxSV ») dans un portefeuille de prêts non performants. LuxSV est financée par des obligations dont le rendement est lié aux actifs sous-jacents (« *asset linked notes* », « ALN ») qui tracent la performance des investissements sous-jacents réalisés par LuxSV (diminué des coûts opérationnels).

Par hypothèse, les actions de LuxSV (12.000 EUR) sont détenues par une « *Stichting* » néerlandaise (c'est-à-dire le propriétaire juridique) qui a désigné cinq organisations caritatives distinctes avec des droits identiques en tant que bénéficiaires effectifs de ces actions et des revenus connexes (c'est-à-dire que la propriété économique de la participation dans LuxSV revient aux cinq organisations caritatives).

Le diagramme suivant illustre la plateforme d'investissement :



LuxSV est généralement soumise à l'IRC et l'ICC à un taux global de 24,94 % (dans la commune de Luxembourgville). Cependant, LuxSV n'est pas soumise aux règles de prix de transfert et, par conséquent, n'est pas tenue de réaliser une rémunération de pleine concurrence. Par conséquent, LuxSV peut réaliser une marge bénéficiaire faible ou nulle après déduction des coûts opérationnels et des rendements variables accumulés dans le cadre des

obligations indexées sur des actifs (« *asset linked notes* ») émises par LuxSV.

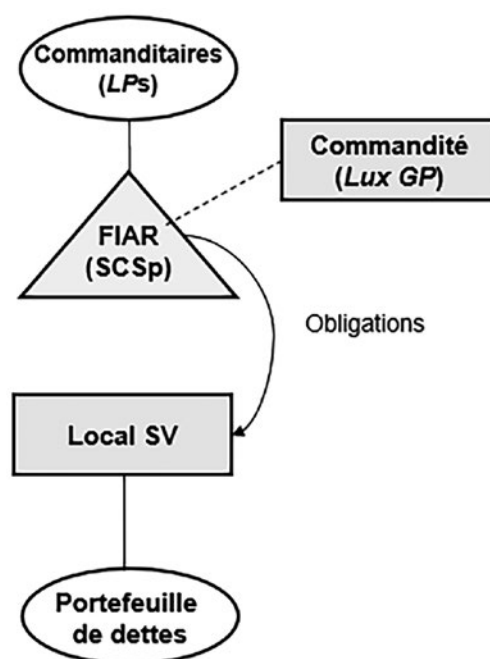
Etant donné la structure actionnariale de LuxSV, cette dernière devrait tomber dans le champ d'application de l'exception applicable aux entités autonomes dans le cadre des règles de limitation de la déductibilité des intérêts. En conséquence, ces règles ne devraient pas s'appliquer et le rendement variable accumulé et payé dans le cadre des « *asset linked notes* » devrait être déductible pour les besoins de l'impôt luxembourgeois.

Les intérêts payés par LuxSV au FIAR ne sont pas soumis à la retenue à la source au Luxembourg. Le FIAR constitué sous la forme juridique d'une SCSp n'est soumis ni à l'IRC, ni à l'ICC ni à l'IF. Cependant, le FIAR est soumis à une taxe d'abonnement annuelle de 1 point de base sur ses actifs nets. Les dividendes distribués par le FIAR aux investisseurs ne sont pas soumis à la retenue à la source luxembourgeoise.

### D. Fonds luxembourgeois avec un véhicule de titrisation local

Un fonds d'investissement FIAR luxembourgeois investit dans un véhicule de titrisation local (« Local SV ») qui s'engage dans une stratégie de prêt direct avec des emprunteurs résidant dans son État de résidence. Local SV émet des obligations au FIAR qui sont liées au portefeuille de dettes sous-jacent et en tracent la performance.

Le diagramme suivant illustre la plateforme d'investissement :





Local SV peut prendre la forme juridique d'une société (de capitaux ou de personnes) ou d'un FCP. Les sociétés de titrisation luxembourgeoises ne sont généralement pas soumises à l'impôt sur le revenu ou peuvent déduire les charges d'intérêt générées sur les titres de créance émis en faveur de l'investisseur (en l'occurrence, le FIAR). Dans la plupart des juridictions, les paiements d'intérêts effectués en vertu du titre de créance émis par une société de titrisation luxembourgeoise ne sont pas soumis à une retenue à la source étrangère. Les sociétés de titrisation luxembourgeoises peuvent présenter des avantages d'un point de vue réglementaire car certains régimes de titrisation bénéficient d'un régime plus souple en ce qui concerne les stratégies de prêt direct.

Le FIAR constitué sous la forme juridique d'une SCSp n'est pas assujéti à l'IRC, à l'ICC ainsi qu'à l'IF. Cependant, le FIAR est soumis à une taxe d'abonnement annuelle de 1 point de base sur ses actifs nets. Les dividendes distribués par le FIAR aux investisseurs ne sont pas soumis à une retenue à la source au Luxembourg.

### E. Fonds luxembourgeois avec des investissements paneuropéens

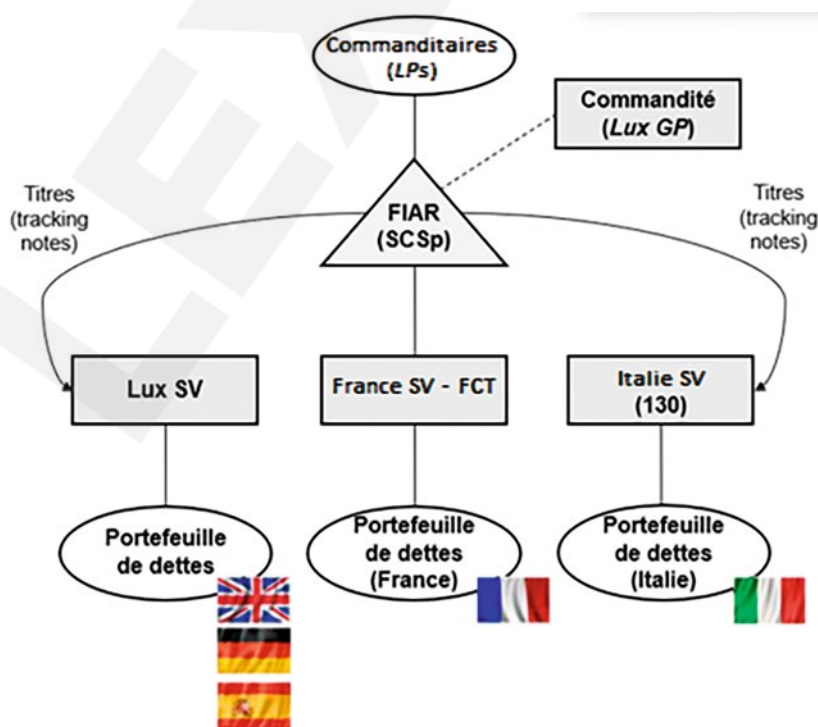
Un FIAR prévoit d'investir dans des actifs de dette paneuropéens qui peuvent suivre différentes stratégies (prêts

directs, immobilier, créances en difficultés, ...). Les principales juridictions d'investissement sont le Royaume-Uni, la République fédérale d'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie. Alors que les investissements au Royaume-Uni, en République fédérale d'Allemagne et en Espagne devraient être réalisés par l'intermédiaire d'une société de titrisation luxembourgeoise (« Lux SV »), les investissements en France et en Italie devraient être réalisés par l'intermédiaire d'un véhicule de titrisation local (respectivement « SV France » et « SV Italie »).

Lux SV et SV Italie sont financés par des obligations dont le rendement est lié aux actifs sous-jacents, tandis que SV France (fonds commun de titrisation, « FCT ») est un organisme de placement collectif financé par des apports en capital.

Par hypothèse, les actions de Lux SV (12 000 euros) sont détenues par une « *Stichting* » néerlandaise (c'est-à-dire le propriétaire juridique) qui a nommé cinq organisations caritatives distinctes ayant des droits égaux en tant que propriétaires économiques de ces actions et des revenus connexes (c'est-à-dire que la propriété économique de la participation dans Lux SV appartient aux cinq organisations caritatives).

Le diagramme suivant illustre la plateforme d'investissement européenne :



Lux SV est soumise à l'IRC, à l'ICC et à l'IF au taux global de 24,94 % (dans la commune de Luxembourg-ville). Cependant, Lux SV n'est pas soumise aux règles de prix de transfert et, par conséquent, n'est pas tenue de réaliser une rémunération de pleine concurrence. Par conséquent, Lux SV peut réaliser une marge bénéficiaire faible ou nulle après déduction des coûts opérationnels et des rendements variables accumulés dans le cadre des obligations dont le rendement est lié aux actifs sous-jacents (« *tracking notes* ») émises par Lux SV à l'intention du FIAR.

Compte tenu de la structure actionariale de Lux SV, cette dernière devrait entrer dans le champ d'application de l'exception relative aux entités autonomes dans le cadre des règles de limitation de la déductibilité des intérêts, indépendamment de la manière dont le revenu est qualifié à des fins fiscales. Par conséquent, les règles de limitation de la déductibilité des intérêts ne devraient pas s'appliquer et le rendement variable accumulé et payé dans le cadre des obligations dont le rendement est lié aux actifs sous-jacents (« *tracking notes* ») devrait être déductible fiscalement au Luxembourg. Les intérêts payés par Lux SV au FIAR ne sont pas soumis à la retenue à la source au Luxembourg.

SV France (c'est-à-dire le FCT) devrait être transparente d'un point de vue fiscal français et n'est donc pas assujettie à l'impôt en France sur ses bénéfices. En vertu du droit interne français, il ne devrait pas y avoir d'obligation d'appliquer une retenue à la source sur les distributions faites par SV France.

SV Italie ne devrait pas être soumise aux règles de limitation de la déductibilité des intérêts et les paiements d'intérêts ne devraient pas être soumis à la retenue à la source italienne.

Le FIAR, constitué sous la forme juridique d'une SCSp, n'est pas assujetti à l'IRC, à l'ICC et à l'IF. Cependant, le FIAR est soumis à une taxe d'abonnement annuelle de 1 point de base sur ses actifs nets. Les dividendes distribués par le FIAR aux investisseurs ne sont pas soumis à retenue à la source au Luxembourg.

## V. CONCLUSION

Le cadre juridique, réglementaire et fiscal diversifié et flexible du Luxembourg offre de nombreuses possibilités d'organiser les investissements dans de la dette de manière personnalisée, en tenant compte des exigences d'un point de vue juridique et réglementaire ainsi que des préférences des investisseurs.

En fonction des juridictions d'investissement, une plateforme d'investissement luxembourgeoise peut comporter plusieurs véhicules luxembourgeois et des véhicules locaux (de titrisation) pour les investissements dans des juridictions spécifiques.

En fin de compte, la demande de financement reste élevée car les banques réduisent leurs activités de prêt pour diverses raisons. On peut donc s'attendre à ce que les investissements dans les fonds de dette continuent de croître considérablement au cours des prochaines années, suivant la tendance observée ces dernières années, offrant ainsi aux investisseurs des opportunités d'investissement intéressantes.

**Oliver R. HOOR est Tax Partner  
(Head of Transfer Pricing and the German Desk)  
auprès d'ATOZ Tax Advisers (Taxand Luxembourg).<sup>7</sup>**

7. L'auteur peut être contacté à l'adresse suivante : [oliver.hoor@atoz.lu](mailto:oliver.hoor@atoz.lu)