



<http://www.jtl.lu>

Marc THEWES, rédacteur en chef

## SOMMAIRE

- Les œuvres d'art : de nouveaux actifs titrisables au Luxembourg ?, par A. Quiquerez . . . . . 1
- I. Suspension des délais de procédure devant la Cour constitutionnelle au cours des vacances judiciaires - II. Égalité devant la loi - Contrôle par la Cour constitutionnelle - Contrôle de la norme incriminée uniquement en ce qu'elle s'applique à la catégorie de situations faisant l'objet du litige au fond - III. Prescription quinquennale des créances à l'égard de l'État - Application aux créances d'avocats au titre de l'assistance judiciaire - Discrimination (non). Cour constitutionnelle, 11 janvier 2013, note . . . . . 13
- I. Responsabilité civile - Honoraires d'avocat - Préjudice réparable (oui) - II. Responsabilité civile - Faute délictuelle - Acte administratif illicite - Principe d'unité des notions de faute et d'illegalité administrative - Bonne foi de l'autorité administrative sans incidence - III. Responsabilité civile - Lien de causalité - Exigence d'un lien de causalité nécessaire et direct entre la décision administrative illicite et les frais d'avocat - Exigence d'un montant ne dépassant pas celui normalement demandé pour une affaire de même espèce - IV. Responsabilité civile - Détermination du dommage - Honoraires d'avocat - Désignation d'un consultant aux fins de vérification du montant réclamé. Cour d'appel, 2<sup>e</sup> ch., 27 février 2013, observations . . . 14
- Responsabilité délictuelle - Causalité adéquate - Préjudice direct - Obligation de limiter son dommage - Distinction quittance et transaction. Cour d'appel, 1<sup>er</sup> ch., 20 mars 2013 . . . . . 16
- Contrat de travail - Période d'essai - Changement de fonctions - Essai non renouvelable. Cour d'appel, 3<sup>e</sup> ch., 27 mars 2014, observations de J.-L. Putz . . . . . 18
- Responsabilité médicale - Injection d'un produit de contraste à l'occasion d'un scanner - Obligation de résultat. Cour d'appel, 1<sup>er</sup> ch., 23 avril 2014 . . . . . 19
- I. Organismes de placement collectif - Responsabilité de la banque dépositaire - Appréciation selon la loi du siège statutaire de la société d'investissement - Renvoi à la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales - Admissibilité de l'action *ut singuli* (non). II. Sociétés commerciales - Responsabilité des administrateurs et anciens administrateurs - Article 59, alinéa 2, de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales - Application en cas de liquidation judiciaire - Action individuelle d'un actionnaire conditionnée par l'existence d'un préjudice personnel, distinct du préjudice social. Cour d'appel, 4<sup>e</sup> ch., 15 juillet 2014 . . . . . 21
- Contribution à l'éducation et à l'entretien des enfants - Enfant à charge d'un parent - Qualité pour agir - Parent en tant que représentant de l'enfant (non) - Parent en nom personnel. Cour d'appel, 22 octobre 2014 . . . . . 24
- Droit du travail - Clause de non-concurrence - Invocabilité par le salarié de la nullité d'une clause de non-concurrence - Interdiction faite au salarié de s'engager auprès d'un employeur concurrent après la fin du contrat de travail - Licéité - Pouvoir du juge de réduire la clause de non-concurrence jugée abusive en ses effets. Cour d'appel, 3<sup>e</sup> ch., 13 novembre 2014, observations de B. Olinger . . . . . 25
- Tutelles - I. Nomination d'un administrateur *ad hoc* pour un mineur - Procédure unilatérale - Contrariété à la Convention européenne des droits de l'homme (non) - II. Administrateur *ad hoc* pour un mineur - Conditions de nomination - Conflit d'intérêt avec un représentant légal. Cour d'appel, 1<sup>er</sup> ch., 28 janvier 2015 . . . . . 27
- Société anonyme - Administrateurs - Responsabilité - Faute de gestion - Responsabilité individuelle - Exceptions. Tribunal d'arrondissement de Luxembourg, 6<sup>e</sup> ch., 23 mai 2013, note . . . . . 28
- Preuve en matière pénale - Caméra de surveillance illégale - Admissibilité (non). Tribunal d'arrondissement de Luxembourg, 13<sup>e</sup> ch. corr., 2 juillet 2014, observations de T. Hoscheit . 30
- Chronique judiciaire : Échos - Bibliographie.

## DOCTRINE

### Les œuvres d'art : de nouveaux actifs titrisables au Luxembourg ?

« *Business art is the step that comes after Art* »,  
Andy Warhol<sup>1</sup>

Cet article se propose d'analyser la validité juridique et l'intérêt pratique de l'application de la titrisation luxembourgeoise à ces actifs, d'une valeur parfois considérable, que représentent les œuvres d'art. Pour que la titrisation soit un mécanisme de financement utile aux exploitants d'œuvres d'art et attractif pour les investisseurs, les arrangeurs doivent relever de nombreux défis, notamment quant à la sélection et l'évaluation des meilleures œuvres d'art sur le plan financier.

La titrisation a-t-elle encore de nouveaux domaines à investir ? Des prêts hypothécaires aux créances commerciales, en passant notamment par les prêts étudiants et des immeubles, tout semble avoir été déjà titrisé<sup>2</sup>. La crise des subprimes, qui a stigmatisé la titrisation à outrance, n'a pas fait disparaître cet outil financier dont on reconnaît l'utilité et l'efficacité dès lors qu'il n'est pas mis en œuvre dans des conditions abusives et opaques<sup>3</sup>. Cette absence de dangerosité de la titrisation en elle-même a récemment amené la Commission européenne à promouvoir la constitution d'opérations de titrisation afin de relancer l'économie et financer les entreprises, y compris les P.M.E.<sup>4</sup>

Dans sa forme conventionnelle, la titrisation repose sur la création d'un organisme de titrisation qui émet des titres financiers dans le but de financer l'acquisition d'actifs sous-jacents déterminés qui seront ainsi isolés du patrimoine d'une entreprise, appelée l'*originator*<sup>5</sup>. Cette en-

treprise transfère ses actifs à l'organisme de titrisation en contrepartie d'un prix de cession payé grâce au produit de la souscription des titres financiers ; les investisseurs vont, de leur côté, être rémunérés à partir des revenus provenant des actifs détenus par l'organisme de titrisation. Cette émission de titres adossés à des actifs amène la pratique à définir habituellement la titrisation comme une technique de transformation d'actifs non liquides en titres financiers. Ce montage est généralement conçu en pratique par une banque d'investissement, que l'on appelle « arrangeur » en matière de titrisation.

La titrisation s'est récemment déployée dans les domaines artistiques, notamment à travers les fameuses « Bowie Bonds ». Initiée en 1997, cette opération consista, pour l'auteur et interprète David Bowie, à céder ses droits de propriété littéraire et artistique sur les titres de ses albums à une société *ad hoc*<sup>6</sup>. Ce type de montage fut, par la suite, reproduit à plusieurs reprises par d'autres artistes et producteurs de musique ou de films. Dans ce contexte d'élargissement des actifs titrisés, on peut se demander si les œuvres d'art représenteraient les prochaines catégories d'actifs à faire l'objet de titrisations.

La mise en œuvre de titrisations d'œuvres d'art s'inscrirait dans le mouvement déjà amorcé de financiarisation des œuvres d'art. Chacun sait

(1) *The philosophy of Andy Warhol (From A to B & Back again)*, San Diego, Harcourt Brace, 1975, p. 92.

(2) T. GRANIER et C. JAFFEUX, *La titrisation - Aspects juridique et financier*, 2<sup>e</sup> éd., Paris, Economica, 2004, p. 207 ; T. GRANIER e.a., *Droit commercial*, coll. Précis, Paris, Dalloz, 2010, n° 602 ; O. DELFOUR, « La titrisation : un marché en constante évolution », Banque Magazine, mai 2001, p. 26.

(3) Voir par exemple : T. J. RIDDIOUGH, « Can Securitization Work ? Economic, Structural and Policy Considerations », 2010, <https://www.fdic.gov>.

(4) Commission européenne, *Feuille de route de la Commission pour répondre aux besoins de financement à long terme de l'économie européenne*, communiqué de presse, 27 mars 2014.

(5) *L'originator* est le cédant des actifs à l'organisme de titrisation ; appelé aussi parfois « securitizer », que l'on peut traduire par « titriser ».

(6) Duff & Phelps Credit Rating Co., *DCR Comments on Music Royalty Securitizations*, septembre 1999.

que les tableaux et les sculptures, qui étaient dans l'Antiquité des objets sacrés, sont aujourd'hui de véritables produits mercantiles<sup>7</sup>. Ceux-ci font l'objet de contrats aussi divers que des ventes (de gré à gré ou aux enchères), des locations ou des crédits-bails. Mais certaines œuvres d'art ne sont plus seulement des biens de consommation ; elles sont devenues de véritables actifs qui font l'objet d'évaluations économiques, de stratégies d'optimisation fiscale et d'opérations d'ingénierie patrimoniale.

Bien que les professionnels du marché de l'art s'interrogent parfois eux-mêmes sur la pertinence de cette qualification<sup>8</sup>, le droit de propriété corporelle sur une œuvre constitue un véritable actif, en ce qu'il s'agit d'un bien évaluable en argent représentant un élément du patrimoine<sup>9</sup>. La notion juridique d'actif est, en effet, suffisamment large pour accueillir n'importe quel type de bien. D'un point de vue financier, les œuvres d'art constituent également des actifs, de par leur vocation à générer des revenus. Comme le relève Melanée Gerlis<sup>10</sup>, la problématique porte surtout sur le point de savoir s'il s'agit de « bons » actifs, c'est-à-dire des actifs dont on peut attendre qu'ils produisent effectivement des revenus et pour un montant suffisant.

Pour autant, de nombreuses différences séparent les actifs artistiques des actifs financiers traditionnels<sup>11</sup> :

— alors que les valeurs mobilières sont fongibles, les actifs artistiques présentent un degré de substituabilité nul. L'originalité des œuvres d'art doit néanmoins être relativisée, des artistes ayant produit certaines de leurs œuvres en série, à l'exemple des photographies ou du dessin par lithographie ; tout dépend en réalité de la nature de l'œuvre ;

— les transactions sur les valeurs mobilières cotées sont réalisées sans interruption, alors que les actifs artistiques font l'objet d'opérations de vente et d'achat sporadiques ;

— les coûts de maintenance sont beaucoup plus élevés pour les œuvres d'art que pour les valeurs mobilières : les œuvres doivent être stockées, gérées et assurées ;

— les actifs artistiques ne produisent aucuns revenus réguliers, contrairement aux actions (dividendes) et obligations (intérêts) ;

— les actifs artistiques sont soumis au risque de faux et de contrefaçon, bien que les nouvelles technologies, alliées à l'expertise humaine, permettent d'analyser l'authenticité d'une peinture ou d'une sculpture avec toujours davantage de fiabilité.

Le lien entre l'art et la finance apparaît avec éclat lorsque l'œuvre d'art est appréhendée comme une valeur financière<sup>12</sup>. L'œuvre d'art n'est alors pas acquise en vue d'une jouissance intellectuelle ou esthétique, mais exclusivement en vue d'une revente, dans l'espoir d'un retour sur investissement.

L'émergence des fonds d'investissement en art, que la pratique désigne par ellipse « fonds en art » (*art funds*), en constitue une illustration parfaite. Les fonds en art sont des sociétés *ad hoc* ou des fonds communs de placement dont la politique et la stratégie d'investissement consistent à acquérir et revendre des œuvres d'art afin d'offrir un rendement à ses investisseurs<sup>13</sup>.

Le premier cas de fonds d'investissement en art souvent cité est celui du *British Rail Pension Fund* qui, avec l'appui de Sotheby's, investit 40 millions de livres à partir de 1974 dans l'acquisition d'œuvres d'art. L'importance de cet exemple précurseur ne doit néanmoins pas être surestimée, car il semblerait que, comme l'écrit Fabien Bouglé, ce « fonds en art ne représentait que 2,9 % de l'actif total de la caisse de retraite : il s'agissait d'une diversification relativement limitée et raisonnable »<sup>14</sup>. Depuis, quelques grandes banques, qu'elles soient françaises ou étrangères, se sont aventurées à des degrés divers dans la création de ce type de fonds<sup>15</sup>.

Force est de constater que, malgré leur caractère innovant, ces fonds n'ont pas rencontré le succès espéré, de sorte que les titres émis par les *arts funds* restent encore actuellement un marché de niche réservé à un profil d'investisseurs avertis. Nombre de ces fonds ont d'ailleurs connu un échec retentissant, ce qui a entraîné la méfiance de la part des investisseurs<sup>16</sup>.

Toutefois, forts de quelques ventes record d'œuvres<sup>17</sup> et d'un essor de ce marché en 2014<sup>18</sup>, les actifs artistiques retrouvent un regain d'intérêt de la part des investisseurs et donnent lieu à de nouveaux projets ambitieux, par-

ticulièrement au Luxembourg<sup>19</sup>. En témoigne l'ouverture du port franc qui a vocation à accueillir des objets d'art et divers produits de luxe dans des conditions d'imposition indirecte attractives<sup>20</sup>. Par ailleurs, le Luxembourg reste un pays de prédilection en pratique pour y créer des fonds en art, lesquels sont constitués sous la forme de fonds d'investissement spécialisé, communément appelé SIF (*Specialized Investment Fund*), sur le fondement de la loi du 13 février 2007. Les SIF peuvent investir dans n'importe quel type d'actif. Ces véhicules d'investissement sont réservés aux investisseurs avertis<sup>21</sup>. Le SIF est exonéré d'impôts directs et n'est redevable que d'une taxe d'abonnement annuelle qui correspond à 0,01 % de son actif net<sup>22</sup>.

Ces fonds en art créés par la pratique ressemblent aux opérations de titrisation, tout en s'en distinguant. Ces fonds présentent les caractéristiques essentielles des organismes de titrisation : il est constitué un véhicule *ad hoc*, qui acquiert des actifs, en l'occurrence de nature artistique, et qui émet des titres adossés à ces actifs. Toutefois, une différence importante est que le fonds a pour but de mutualiser les investissements de plusieurs investisseurs selon une politique d'investissement prédéfinie. Une titrisation, en revanche, a pour objet de transférer des risques inhérents à des actifs et/ou d'apporter un financement. De ce point de vue, l'application de la loi sur la titrisation représenterait une option supplémentaire pour répondre à d'autres besoins<sup>23</sup>.

Parallèlement au fonds en art, le recours à la titrisation peut offrir plusieurs opportunités pour les investisseurs d'être exposés à des risques inhérents à des actifs sous-jacents de nature artistique. Il faut rappeler que la titrisation est une technique de financement et de transfert des risques à l'origine utilisée par les établissements de crédit. Alors que certains systèmes juridiques ne prévoient que la titrisation de créances de prêts, la loi du 22 mars 2004 permet de titriser, de façon beaucoup plus large, tout type de risque et d'actif. Les exposés des motifs de cette loi précisent que « dans le but d'autoriser la titrisation de la plus grande variété de risques, la définition proposée de la titrisation se veut aussi compréhensive que possible afin de pouvoir s'appliquer à tous genres de biens, d'engagements et d'activités déployées par un tiers »<sup>24</sup>. Qui plus est, aucune restriction n'étant posée sur la qualité de l'*originator* : toute personne, notamment une galerie d'art ou un investisseur en objets d'art, peut recourir à la titrisation régie par la loi de 2004. Aujourd'hui, les organismes de titrisation de droit luxembourgeois sont initiés par une grande variété d'*originators*. Ceux-ci sont des entreprises industrielles et commerciales intervenant dans des secteurs économiques très divers.

(7) D. COHEN, « Art, public et marché », in *Droit et esthétique*, coll. Arch. de phi. du dr., t. 40, Paris, Sirey, 1996, p. 220 ; J.-M. SCHMITT et A. DUBRULLE, *Le marché de l'art*, 2<sup>e</sup> éd., coll. Études, Paris, La documentation française, 2014.

(8) Voir les propos de Philip Hoffman, fondateur de The Fine Art Fund Group : « I wouldn't describe art as an asset class. It is, in fact, an interesting way to make money, if you have skilled advisers », rapportés dans M. GERLIS, *Art as an investment ?*, Londres, Lund Humphries, 2014, p. 135 ; ce spécialiste de l'investissement en art a aussi récemment déclaré, à raison, que l'important en pratique n'est pas tant de déterminer s'il s'agit d'actifs, mais de savoir s'ils permettent de payer les investisseurs (colloque « Art finance : risques et opportunités », Genève, 26 janvier 2015).

(9) CORNU (dir.), *Vocabulaire juridique*, Assoc. Capitant, 2011, v<sup>o</sup> « Actif » ; CORNU, *Droit des biens*, 13<sup>e</sup> éd., coll. Domat, Paris, Montchrestien, 2007, p. 9 ; G. BLANLUET, *Essai sur la notion de propriété économique en droit privé français*, coll. Bibl. dr. pr., t. 313, Paris, L.G.D.J., 1999, préf. CATALA et COZIAN, où l'auteur écrit fort justement que la notion d'actif « balaye tout le spectre patrimonial » et qu'elle ne constitue qu'une « particule du patrimoine ».

(10) M. GERLIS, *op. cit.*, p. 15.

(11) H. MAHE DE BOISLANDELLE, *Marché de l'art et gestion du patrimoine*, Paris, Economica, 2005, p. 102.

(12) *Ibidem*, p. 50, où l'objet d'art est qualifié de « réservoir de valeurs ».

(13) A. QUIQUERET, « Le droit au service de l'attractivité des fonds en art », *Jurisart etc.*, octobre 2014, p. 37.

(14) F. BOUGLE, *Investir dans l'art*, Paris, Gualino, 2008, p. 83 ; D. BLAKE, *Pension finance*, Chichester, Wiley, 2006, p. 21.

(15) J. BENHAMOU-HUET, « Quand la BNP pariait sur le marché de l'art », *Les Échos*, 18 septembre 1998, p. 54 ; A. DURUAZ, *Demain j'investis dans l'art*, Genève, Georg éditeur, 2003, p. 57.

(16) Voir par exemple : G. ADAM, « The art market : tough times for art funds », *FT.com*, 13 mars 2010 ; M. GERLIS, « Art fund industry struggles to emerge from the gloom », *Art Market*, n<sup>o</sup> 250, octobre 2013.

(17) Rappelons à titre d'exemple que, fin 2013, le « Balloon Dog » de Jeff Koons a été vendu pour 58,4 millions de dollars, ce qui est l'un des records du marché de l'art.

(18) Voir, par exemple, « Le marché mondial de l'art affiche une santé insolente », *Le Monde*, 7 août 2014.

(19) Par souci de commodité, le terme Luxembourg sera employé pour désigner le Grand-Duché de Luxembourg.

(20) « Un coffre-fort géant au Luxembourg », *Le Figaro*, 20 septembre 2014.

(21) Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés, article 2.

(22) *Code de la Place financière*, Luxembourg, Legitech, 2012, p. 537.

(23) Voir du point de vue du droit français : G. BENTEUX et J. SUTOUR, « Fonds commun de titrisation et OPCVM contractuel : frontières et convergences », *R.D.B.F.*, 2010, prat. 1.

(24) Service central de la législation, *La titrisation - Textes préparatoires*, 2004, p. 61.

La pratique de la titrisation, que ce soit au Luxembourg ou à l'étranger, s'est diversifiée au point d'appréhender, outre les actifs financiers, des actifs tangibles. Les titres émis par les véhicules de titrisation d'actifs tangibles sont généralement rattachés à la catégorie des *Asset-Backed Securities* (ABS)<sup>25</sup>. Ont pu, par exemple, être titrisés des immeubles, des stocks de matières premières, de bouteilles de champagne<sup>26</sup> ou de diamants<sup>27</sup>. Concrètement, ces opérations prennent la forme d'un transfert de la propriété des biens à un organisme de titrisation qui émet des titres financiers dont le rendement dépend des revenus issus de l'exploitation de ces biens. Bien entendu, les montages peuvent revêtir des formes diverses, souvent complexes, en fonction des contraintes et objectifs tant de l'*originator* que des investisseurs.

La titrisation d'œuvres d'art aurait l'intérêt pour un acteur du marché de l'art de lui apporter d'emblée des liquidités, sans qu'il ait à attendre les revenus tirés de la commercialisation de ses œuvres, ce qui lui permettrait d'améliorer sa trésorerie. Les investisseurs, quant à eux, accèderaient à une nouvelle catégorie d'actifs afin de diversifier leur portefeuille d'actions et d'obligations. Ce type d'opération pourrait offrir de nouvelles opportunités d'investissements autres que celles offertes par les titres classiquement adossés à des crédits immobiliers.

La titrisation se présente avant tout comme un mécanisme de financement qui pourrait être utile pour une galerie d'art, un collectionneur ou une société de vente d'objets d'art. Prenons l'exemple d'une galerie qui serait propriétaire d'œuvres d'art et qui aurait besoin d'un financement à hauteur de 10 millions d'euros. Cette galerie a besoin de ces liquidités pour assurer son développement économique. Elle transfère une partie de ses œuvres d'art, évaluée à 11 millions d'euros, à une société anonyme (s.a.) de titrisation qu'elle aura préalablement créée. Cette s.a. émet des obligations dont le produit de la souscription, d'un montant de 10 millions, lui procure le financement dont elle a besoin. Concrètement, les investisseurs paient le montant de la souscription des titres à la s.a. qui utilise cette somme pour l'acquisition d'œuvres de jeunes artistes auprès de la galerie. De leur côté, les souscripteurs des titres sont, au fur et à mesure, payés à partir des revenus produits par l'exploitation des œuvres, la rémunération totale prévue étant de 11 millions d'euros. Ainsi, la galerie obtiendra moins de revenus que si elle n'avait pas recouru à la titrisation, mais plus rapidement, ce qui améliore sa trésorerie. Quant aux investisseurs, ils percevront des revenus supérieurs, de façon étalée dans le temps, tout en subissant éventuellement les risques liés aux actifs artistiques, notamment les risques de marché, c'est-à-dire à l'éventualité de ne pas trouver d'acheteur. Les investisseurs souscrivent donc les titres dans l'espoir que la valeur des œuvres augmente et qu'ils bénéficieront d'une plus-value.

De façon plus originale, la titrisation pourrait être utilisée comme un instrument d'anticipation d'une succession : l'organisme de titrisation acquiert la collection familiale d'œuvres d'art et émet des titres de capital auprès des futurs héritiers ; en opérant un partage de manière égalitaire ou inégalitaire des revenus nets aux membres de la famille, cette opération permettrait aussi de mutualiser les coûts d'exploitation des œuvres d'art.

Jusqu'à présent, bien que le Luxembourg soit d'ores et déjà l'une des juridictions privilégiées par la pratique pour créer des fonds en art et malgré un régime juridique de la titrisation particulièrement attractif, la titrisation d'œuvres d'art manque d'exemples en pratique. Dans le cadre de nos recherches et échanges avec des professionnels, une seule opération de ce type a pu être identifiée. Il s'agissait d'une société qui avait été créée, à l'initiative d'un artiste plasticien et d'un financier, sous la forme d'une coopérative fonctionnant comme une société anonyme. Cette société avait pour activité principale de servir d'organisme de titrisation selon la loi du 22 mars 2004 en constituant un portefeuille d'œuvres d'art. Cependant, il semble que cet organisme de titrisation détenait des actifs d'une valeur assez modeste et qu'il ait fait l'objet d'une liquidation anticipée.

L'absence de toute véritable pratique de titrisation d'œuvres d'art au Luxembourg est susceptible de laisser certains professionnels circonspects sur la possibilité et l'utilité d'appliquer la loi du 22 mars 2004 en ce domaine, bien que l'idée commence à apparaître<sup>28</sup>. De surcroît, à l'échelle internationale, il ne semble pas exister d'opération de titrisation d'œuvres d'art qui ait été publiquement évaluée par une agence de notation. Par ailleurs, les publications consacrées à la titrisation d'actifs artistiques sont peu nombreuses<sup>29</sup>. Pourtant, la loi du 22 mars 2004 nous semble suffisamment ouverte pour envisager de constituer une titrisation d'œuvres d'art et, plus précisément, une titrisation de droits de propriété corporelle sur des œuvres artistiques.

L'objectif de cette étude est de vérifier si la titrisation est applicable aux œuvres d'art en droit luxembourgeois et de rechercher les avantages et les difficultés liés au montage de cette opération. Précisons que, eu égard à la diversité des aspects juridiques des montages de titrisation, ces développements ne visent pas l'exhaustivité, mais simplement à dégager des problématiques et certaines solutions qui nous paraissent déterminantes, dans la perspective d'amorcer une réflexion avec les professionnels de la place sur les contraintes juridiques et pratiques entourant la titrisation d'œuvres d'art.

Il s'agira d'abord d'analyser, dans le cadre de cette étude prospective, la validité juridique du montage de titrisation d'œuvres d'art (1). Nous soulignerons, ensuite, l'attractivité du droit luxembourgeois en la matière (2), tout en signa-

lant, enfin, l'importance des défis à relever en pratique (3).

## 1

## La validité juridique du montage

Le montage de titrisation d'œuvres d'art doit correspondre à la définition de la titrisation énoncée par la loi du 22 mars 2004, à défaut de quoi il ne peut s'effectuer sur le fondement de ce dispositif (A). Pour bénéficier de la loi de 2004, certaines conditions légales doivent être respectées (B).

### A. La conformité du montage à la définition légale de la titrisation

Au sens de la loi du 22 mars 2004, la titrisation est « l'opération par laquelle un organisme de titrisation acquiert ou assume, directement ou par l'intermédiaire d'un autre organisme, les risques liés à des créances, à d'autres biens, ou à des engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers en émettant des valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement dépendent de ces risques »<sup>30</sup>.

Il en ressort que l'opération de titrisation suppose la création d'un ou plusieurs organismes de titrisation, eux-mêmes définis comme « les organismes qui accomplissent entièrement la titrisation et ceux qui participent à une telle opération par la prise en charge de tout ou partie des risques titrisés — les organismes d'acquisition — ou par l'émission des valeurs mobilières destinées à en assurer le financement — les organismes d'émission, et dont les statuts, le règlement de gestion ou les documents d'émission prévoient qu'ils sont soumis aux dispositions de la présente loi »<sup>31</sup>.

Ces définitions reposent sur certains éléments constitutifs dont il faut vérifier successivement la réunion au cas de la titrisation d'œuvres d'art : la titrisation est la création d'un organisme de titrisation (1) qui acquiert des risques liés à des actifs (2) et qui émet des valeurs mobilières (3).

#### 1. La création d'un organisme de titrisation

L'organisme de titrisation est un SPV (*Special Purpose Vehicle*), autrement dit une entité *ad hoc*, créé pour réaliser l'opération de titrisation. Suivant la loi du 22 mars 2004, l'organisme de titrisation peut adopter la forme d'une société anonyme, d'une société en commandite par actions, d'une société à responsabilité limitée ou d'une société coopérative organisée comme une société anonyme<sup>32</sup>. Il s'agit alors de créer un organisme de titrisation ayant la personnalité morale.

(25) Il est révélateur de constater que Moody's classe les titres adossés à ces actifs « ésotériques » dans la catégorie des ABS.

(26) Moody's, *Marne et Champagne Finance*, New issue report, 20 mars 2000.

(27) Voir pour un exemple de titrisation de stocks de diamants via la loi du 22 mars 2004 : Moody's, *Announcement : Moody's affirms rating of Series A Notes issued by Four Seas S.A.*, 12 août 2008.

(28) Voir par exemple : P. SORLUT, « Finance et art : une stratégie nationale », *Paperjam*, 4 décembre 2012 et « Le port franc stimule l'innovation financière », *Paperjam*, 18 juillet 2014.

(29) Voir cependant du point de vue du droit américain : J. MCLEAN, « Finance nouveau : prospects for the securitization of art », *New Mexico Law Review*, 2008, t. 38, p. 562.

(30) Article 1 (1) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(31) Article 1 (2) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(32) Article 4 (1) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

Le choix de la forme sociale de la société de titrisation s'effectuera en grande partie en fonction des critères les plus classiques du droit des sociétés : montant du capital requis, nombre minimum ou maximum d'associés, responsabilité limitée des associés, négociabilité des titres auprès du public, souplesse des règles de fonctionnement de la société, etc.

La loi du 22 mars 2004 permet également de créer un organisme de titrisation sans personnalité morale, appelé fonds de titrisation, qu'il s'agisse d'une copropriété ou d'un patrimoine fiduciaire<sup>33</sup>. Ces fonds de titrisation sont gérés par une société de gestion<sup>34</sup>.

L'organisme de titrisation peut comprendre des compartiments isolés juridiquement les uns des autres. Par exemple, un compartiment accueille des actifs artistiques, alors qu'un autre a pour objet d'acquérir des valeurs mobilières. Cette compartimentation de l'organisme de titrisation est de nature à réduire les risques des investisseurs ainsi que les coûts de structuration de la titrisation, puisque l'on évite ainsi de constituer un organisme de titrisation pour chaque nouvelle opération de titrisation<sup>35</sup>.

Comme l'article 1<sup>er</sup> le prévoit, il est possible de créer un ou plusieurs organismes de titrisation, afin de réaliser une titrisation « à double ou multiples étages ». Par exemple, un organisme de titrisation a pour objet d'acquérir les actifs sous-jacents et de contrôler le capital d'un autre organisme (véhicule d'acquisition) de titrisation qui émet les titres auprès des investisseurs (véhicule d'émission).

Le respect de l'exigence de création d'un organisme de titrisation ne semble pas susciter de spécificité particulière dans la perspective de titriser des œuvres d'art. Celles-ci devraient pouvoir être acquises aussi bien par une société de titrisation que par un fonds de titrisation.

Une fois créé, l'organisme de titrisation va émettre des valeurs mobilières afin de lever les fonds.

## 2. L'émission de valeurs mobilières

La loi luxembourgeoise sur la titrisation n'établit aucune restriction sur les actifs pouvant être adossés à ces valeurs mobilières. Le rendement des titres peut être corrélé aussi bien à toutes créances ou tout autre bien.

L'organisme de titrisation luxembourgeois peut émettre n'importe quel type de valeur mobilière, qu'il s'agisse de titres de capital ou d'obligations, sous réserve des règles applicables à chaque forme sociale et de la loi applicable au pays de résidence de l'investisseur souscripteur<sup>36</sup>.

Les statuts peuvent réserver la possibilité pour l'organisme de titrisation d'effectuer des titrisations exclusivement par voie d'émission de titres de capital, possibilité qui semble égale-

ment offerte pour les parts sociales de s. à r.l.<sup>37</sup>. Les obligations émises par l'organisme de titrisation peuvent être soumises à un droit étranger.

L'organisme de titrisation créé puis les valeurs mobilières émises, reste à envisager l'acquisition des risques par l'organisme de titrisation, dernier élément constitutif essentiel de tout montage de titrisation. Le produit de la souscription des valeurs mobilières est destiné à financer cette acquisition.

## 3. L'acquisition de risques liés à des actifs

La définition légale vise des objets extrêmement divers : des créances, des biens et des engagements. L'intention du législateur a été de permettre la titrisation de la plus large gamme d'actifs et de risques<sup>38</sup>. Peuvent être titrisés aussi bien des droits de créance que des droits réels. La notion d'engagement devrait également permettre de titriser des dettes<sup>39</sup>.

Toute créance, qu'elle soit issue d'un contrat luxembourgeois ou d'un contrat étranger, est éligible. Ainsi, il est envisageable de titriser des créances de vente, de location ou de crédit-bail d'œuvres d'art. La forme de titrisation la plus évidente consiste à céder les créances futures de prix de vente des œuvres d'art à l'organisme de titrisation. Le fait que les œuvres d'art ne produisent pas de flux de revenus réguliers ne devrait pas être considéré comme un obstacle à la titrisation des créances de prix en découlant, étant donné que la loi du 22 mars 2004 ne pose pas une condition de régularité des revenus produits par les actifs sous-jacents. Ce type d'opération est analogue avec la titrisation de stocks de diamants, où l'organisme de titrisation est propriétaire des biens et perçoit le produit des ventes au fil de l'exploitation<sup>40</sup>.

Il est également envisageable de titriser les droits de propriété sur des œuvres d'art. Peu importe que les œuvres d'art sous-jacentes soient situées et commercialisées au Luxembourg ou à l'étranger, ou encore que le vendeur de l'œuvre d'art à l'organisme de titrisation n'en soit pas le créateur.

Comme le confirme l'article 53 (1) qui vise les biens corporels et incorporels, la titrisation peut porter sur les droits de propriété corporelle et/ou sur les droits de propriété intellectuelle sur les œuvres d'art<sup>41</sup>. Compte tenu de la distinction entre le droit de propriété sur le support de l'œuvre et le droit d'auteur sur l'œuvre, la titrisation peut avoir deux objets

différents et est susceptible d'être mise en œuvre par deux propriétaires distincts : le propriétaire du support et le titulaire du droit d'auteur sur l'œuvre.

En outre, est titrisable l'ensemble de l'activité d'une entreprise, ce qui renvoie aux opérations dites de « Whole Business Securitizations »<sup>42</sup>, le plus souvent pratiquées aux États-Unis et au Royaume-Uni<sup>43</sup>. Ce type de titrisation est surtout pratiqué par de grandes entreprises qui détiennent une grande diversité d'actifs à titriser, qu'il s'agisse des immeubles, des contrats commerciaux, des marchandises ou des droits de propriété intellectuelle.

Sont également visées des opérations juridiques consistant à assumer des risques liés à ces objets. Le législateur a voulu ainsi autoriser les titrisations synthétiques. Il est utile de rappeler sur ce point que la pratique et la doctrine opposent titrisation conventionnelle (ou titrisation « true sale ») et titrisation synthétique. La première repose sur un transfert d'actifs à l'organisme de titrisation. La titrisation synthétique, quant à elle, n'implique aucunement un transfert de créances ou de biens, mais la conclusion, par l'organisme de titrisation, d'un contrat de transfert de risques, tel qu'un dérivé<sup>44</sup>. Dans le cadre d'une titrisation synthétique de risques liés à des actifs, l'organisme de titrisation prend en charge ces risques en indemnisant l'*originator* s'ils se réalisent, en contrepartie du paiement d'une prime. Les investisseurs sont payés, par exemple, grâce à la souscription d'obligations — en général des obligations d'État ou des titres faiblement risqués — par l'organisme de titrisation.

Dans l'hypothèse de la titrisation d'œuvres d'art, c'est au premier abord surtout la titrisation conventionnelle qui présente un intérêt, car l'*originator* chercherait plus à se financer qu'à recevoir une indemnisation en cas de réalisation d'un risque. À cet égard, l'article 54 prévoit que les « organismes de titrisation peuvent acquérir et, sous les conditions de l'article 61 ci-après, transférer des créances et d'autres biens, existants ou futurs, en une ou plusieurs fois ou de façon continue ». Il en résulte que l'organisme de titrisation peut acquérir des droits de propriété ou de créance liés à des œuvres d'art, qu'elles soient déjà créées ou futures.

Toutefois, la titrisation synthétique est également susceptible de présenter un intérêt dans le marché de l'art. L'économiste Clare McAndrew a proposé la conclusion d'*Art Credit Default Swaps* (ACDS), forme de dérivé de crédit appliqué aux œuvres d'art<sup>45</sup>. Schématiquement, le montage suggéré consiste à accorder un prêt au marchand d'œuvres d'art et à constituer un gage sur les œuvres. L'établissement de crédit conclut un ACDS avec un fonds. En vertu de ce contrat, l'établissement de crédit verse des primes régulières au fonds. En contrepartie, en cas de réalisation de certains événements (*trigger events*), le fonds apporte une protection rési-

(33) Article 6 (1) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(34) Article 6 (2) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(35) Article 5 de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(36) Par exemple, du point de vue du droit américain : N. BARADARI, « Fond of art funds ? », *Fordham Intellectual Property, Media & Entertainment Law Journal*, octobre 2013, <http://iplj.net>.

(37) CSSF, *Questions/Réponses Titrisation*, 23 octobre 2013, p. 10.

(38) Projet de loi n° 5199, exposé des motifs de la loi du 22 mars 2004, p. 1 : « Soucieux de promouvoir la modernisation permanente de notre législation dans le domaine financier, le gouvernement n'a pas voulu rester à l'écart de cette évolution et a décidé la création d'un cadre juridique propice au développement de la titrisation d'actifs à partir du Luxembourg ».

(39) En ce sens : A. PRÜM et A. COURET, « Les axes directeurs de la loi sur la titrisation », *La titrisation*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008, p. 14.

(40) Voir pour un exemple d'une telle titrisation via une s.a. luxembourgeoise non soumise à la loi du 22 mars 2004 : Moody's, *New Issue Report : Rosy Blue Carat s.a.*, 9 novembre 2001.

(41) A. QUIQUERET, *La titrisation des actifs intellectuels*, Bruxelles, Larcier, coll. Fac. dr., éco. et fin. de l'Université du Luxembourg, 2013, préf. A. PRÜM et N. BINCTIN, n° 6.

(42) A. SCHMITT et L. LAZARD, *Securitization in Luxembourg*, Global securitisation and structured finance, 2008, p. 209.

(43) B. PFISTER, *Moody's Approach to UK Whole Business Securitizations*, Moody's, 19 octobre 2000.

(44) J.-M. BEACCO et B. HUBAUD, *Titrisation - Maillon clé du financement de l'économie*, Paris, Eyrolles, 2013, p. 161.

(45) C. MCANDREW, *Fine Art and High Finance*, Chichester, Wiley, 2010, p. 50.



dant dans le paiement d'une somme d'argent. Le *trigger event* peut consister, par exemple, en un défaut de paiement du prêt. Dans ce cas, l'établissement de crédit peut procéder à la vente forcée des œuvres et recevoir une indemnisation au titre de l'ACDS. Dans ce type de montage, l'établissement de crédit transfère les risques de crédit au fonds et, ce faisant, aux investisseurs dans ce fonds.

Au final, la définition de l'article 1<sup>er</sup> et le champ d'application délimité par les articles 53 et 54 apparaissent ouverts. Ce domaine d'application très large a permis de titriser en pratique des biens extrêmement divers, mais n'a pas encore su exprimer tout son potentiel dans le marché de l'art. Il ne nous paraît pas possible de refuser à ces biens que sont les œuvres d'art, aujourd'hui d'une valeur économique parfois considérable, l'accès à la titrisation. Si l'on définit la titrisation d'œuvres d'art comme « l'opération par laquelle un organisme de titrisation acquiert les risques inhérents à des créances issues de biens artistiques ou à des biens artistiques eux-mêmes, en émettant des valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement dépendent de ces risques », une telle opération semble entrer dans le champ d'application de la loi du 22 mars 2004.

## B. Le respect des conditions légales

La loi du 22 mars 2004, dont l'objectif est de développer la création d'organismes de titrisation au Luxembourg, constitue un cadre juridique libéral. On peut toutefois dégager deux conditions de recours à la titrisation, l'une liée au régime de la titrisation, l'autre à la confrontation du droit commun au régime de la titrisation. En effet, l'organisme de titrisation doit valablement prendre en charge les risques inhérents aux créances et aux biens (1) et, sous l'angle du droit civil, être valablement propriétaire des biens (2).

### 1. La prise en charge des risques

Ainsi que le soulignent MM. Prüm et Couret, « la notion de risque se trouve au cœur de la définition de la titrisation donnée par la loi luxembourgeoise. Elle fait référence à la fois à la sécurité que l'opération doit procurer à l'initiateur et au pari que sont prêts à prendre les investisseurs. Car c'est bien à ce résultat qu'aboutit toute titrisation : le transfert d'un ensemble de risques du premier vers les seconds<sup>46</sup> ». La prise en charge des risques liés à l'actif par l'organisme de titrisation constitue un volet essentiel de toute opération de titrisation. L'organisme de titrisation est l'entité spéciale chargée de prendre en charge les risques afférents aux actifs. Le titriser se trouve totalement ou partiellement déchargé des risques qu'il supportait antérieurement en relation avec les actifs. Ce critère utilisé par le législateur de « prise en charge des risques » est volontairement très large. Il appréhende davantage l'effet économique que la nature juridique de l'opération, ce qui offre aux arrangeurs une liberté de choix quant au mode de prise en charge des risques attachés à la détention de l'actif sous-jacent.

L'exigence de transfert des risques est-elle un obstacle à la titrisation de biens tangibles en général et de biens artistiques en particulier ? Il faut relever, d'une part, que la notion de risque titrisable est extensive (a) et que, d'autre part, il est possible de confier l'exploitation du bien sous-jacent à un tiers (b).

#### a) La notion extensive de risque titrisable

La loi sur la titrisation ne définit pas la notion de risque titrisable, ce qui permet d'envisager de titriser tout risque lié à n'importe quelle catégorie d'actif. Les travaux parlementaires révèlent que la définition proposée de la titrisation a pour « but d'autoriser la titrisation de la plus grande variété de risques<sup>47</sup> ». Ainsi, la nature et l'intensité du risque ne sont pas des critères d'exclusion des biens ou des créances du champ de la titrisation légale. Dans le cas d'une titrisation initiée par une galerie d'art sur ses œuvres, devraient être titrisables tous les risques liés aux œuvres d'art, en particulier les risques de marché. Les investisseurs supportent aussi les risques de crédit consistant dans l'éventualité que l'acheteur d'une œuvre n'exécute pas ses obligations de paiement. De même, lorsque l'organisme de titrisation se fait transférer la propriété d'une créance ou d'un bien, il se fait, par là même, transférer les risques liés à ces actifs, en particulier les risques de perte de l'actif, bien qu'il convienne de se prémunir de la survenance de tels risques.

#### b) L'exploitation confiée à un tiers

Lors du fonctionnement de la titrisation d'œuvres d'art, il nous semble que l'*originator* peut être chargé de continuer à exercer des activités opérationnelles, notamment quant à la gestion du dépôt et de la vente des œuvres d'art. À cet égard, il faut observer que toute titrisation n'est pas censée réaliser une parfaite déconnexion des performances de l'*originator* par rapport aux rendements des actifs sous-jacents. La situation est classique en matière de titrisation de créances commerciales ou de créances de prêts : le rendement des créances et, partant, des titres financiers adossés à ces actifs, est étroitement tributaire des qualités et compétences, notamment de recouvrement des créances, de la banque.

De plus, s'il était exigé de protéger l'organisme de titrisation de tout risque lié à l'activité de l'*originator*, il serait impossible de pratiquer toute titrisation sur des biens, puisque ceux-ci doivent être exploités pour produire les revenus nécessaires au paiement des investisseurs. La situation est la même que pour les titrisations de stocks de bouteilles de spiritueux ou de diamants : ces biens tangibles doivent être exploités par une entreprise pour générer des revenus. Les risques opérationnels entourant cette activité d'exploitation font d'ailleurs l'objet de toutes les attentions des agences de notation lorsqu'elles sont sollicitées pour évaluer les ABS<sup>48</sup>.

La rentabilité de la commercialisation des actifs artistiques étant fortement dépendante des per-

formances de l'*originator*, on pourrait *a priori* considérer que la faillite de ce dernier risque d'entraîner celle de l'organisme de titrisation. Or les opérations de titrisation aspirent normalement à mettre le véhicule de titrisation à l'abri de la faillite : le véhicule de titrisation doit être *bankruptcy remote*, autrement dit « orphelin », ceci étant l'un des avantages essentiels de la création d'un organisme *ad hoc*. Cependant, il s'agit d'une exigence pratique, et non pas d'une obligation juridique<sup>49</sup>. En effet, le droit luxembourgeois n'impose pas que l'organisme de titrisation soit protégé du risque de faillite de l'*originator*. Il va sans dire qu'en pratique, les investisseurs seront sensibles à la *bankruptcy remoteness* parce qu'il s'agit là de l'un des attraits majeurs de l'opération de titrisation par rapport à l'émission d'obligations « classiques ». Dans de nombreux cas de titrisation de biens tangibles, la construction du montage ne pourra que s'efforcer de désolidariser les performances de l'*originator* de celles des actifs sous-jacents. Le montage pourra prévoir, par exemple, la désignation d'un *back up servicer* qui sera chargé de remplacer l'*originator* dans la gestion des actifs sous-jacents en cas de sous-performance de sa part.

Même si la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) n'est compétente qu'à l'égard des organismes de titrisation émettant en continu des valeurs mobilières à destination du public, ses avis constituent de précieuses sources d'interprétation de l'ensemble des dispositions de la loi du 22 mars 2004. À cet égard, la CSSF note que « la prise en charge des risques par l'organisme de titrisation peut résulter d'un transfert d'actifs, mais aussi d'autres formes de transfert de risque par lesquelles l'organisme de titrisation procure notamment une couverture à l'entreprise qui souhaite en être déchargée<sup>50</sup> ». Dans cette ligne, il semble possible de réaliser le transfert des risques liés à la détention de biens par le biais d'un transfert de ceux-ci. En transférant ses actifs artistiques à l'organisme de titrisation, l'*originator* transfère les risques, notamment les risques de marché, liés à ces sous-jacents sur l'organisme de titrisation et, incidemment, sur les porteurs des titres émis par ce dernier. La CSSF précise toutefois qu'« au vu de la nature d'une activité de titrisation, l'action de l'organisme de titrisation doit se limiter à une gestion passive en bon père de famille du portefeuille de créances titrisé, ceci indépendamment du fait que cette gestion soit ou non déléguée à un professionnel agissant pour compte de l'organisme de titrisation<sup>51</sup> ». Conformément à l'objet traditionnel des véhicules de titrisation, l'organisme de titrisation luxembourgeois doit être un simple conduit dans lequel les flux de revenus transitent au profit des investisseurs. L'organisme de titrisation n'est pas une entreprise, au sens d'une entité juridique dont les moyens humains et matériels sont rassemblés afin de se livrer à une ac-

(49) Il s'agit d'une spécificité des entités *ad hoc*, que les prospectus et rapports de notation n'hésitent pas à souligner afin de rassurer les investisseurs ; voir notamment I. BOUSTANY et N. DIAB, *La titrisation des actifs*, 2<sup>e</sup> éd., L.G.D.J., 2003, préf. H. LECUYER, p. 294 ; P. DUPONT, « Mécanismes particuliers de protection contre la faillite », in *La titrisation*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008 ; A. COURET et A. PRÜM, « Les axes directeurs de la loi sur la titrisation », in *La titrisation*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008, p. 61.

(50) CSSF, *Questions/Réponses Titrisation*, 23 octobre 2013, p. 7.

(51) *Ibidem*.

(46) A. PRÜM et A. COURET, *op. cit.*, p. 13.

(47) Projet de loi, exposé des motifs, 2 septembre 2003, p. 61.

(48) Voir par exemple : N. LOH, « Operational Risks in Securitizations : Moody's Principles », *Asset Securitization Report*, juin 2010, p. 30 ; Moody's, *Moody's Approach to Rating Operating Company Securitizations*, Special report, 8 février 2002.

tivité économique. Mais cette exigence de gestion passive ne nous semble pas de nature à empêcher que la gestion des créances, comme la gestion et l'exploitation de biens tangibles sous-jacents, soient confiées à une société tierce, laquelle peut être le cédant. En ce sens, l'article 60 de la loi du 22 mars 2004 prévoit que l'organisme de titrisation peut charger le cédant ou un tiers du recouvrement des créances qu'il détient ainsi que de toutes autres tâches relatives à leur gestion. Cette possibilité d'attribuer la mission de gérer les créances sous-jacentes au cédant ou à un tiers devrait être reconnue en matière de tout bien. Confier la gestion et l'exploitation des actifs sous-jacents à l'*originator* ou à une société tierce correspond d'ailleurs à la pratique internationale de la titrisation<sup>52</sup>. La CSSF ajoute qu'« en ce qui concerne par exemple les matières premières (par exemple, métaux précieux) ou d'autres biens ayant des caractéristiques similaires, une opération de titrisation pourra prendre la forme d'une acquisition de ces biens à condition qu'une telle acquisition ait pour objectif de mettre en place un financement ou un refinancement dans le cadre duquel les matières premières ou les biens constituent une garantie de remboursement aux tiers des fonds qu'ils ont mis à disposition<sup>53</sup> ». Sous réserve des précisions que la CSSF pourrait apporter sur la notion de biens ayant des caractéristiques similaires aux métaux précieux dans le cadre d'un dossier particulier qui lui serait soumis, il nous semble qu'une opération de titrisation pourrait venir financer une galerie d'art, les biens artistiques pouvant servir d'assiette de garantie pour les investisseurs puisque, en cas d'impayé, ceux-ci auraient normalement la faculté de procéder à la saisie de ces biens.

Ainsi, le transfert des risques, qui est une exigence sous-jacente à la loi sur la titrisation, ne constitue pas un obstacle franchissable à l'application de la titrisation luxembourgeoise aux œuvres d'art. La titrisation d'œuvres d'art semble entrer dans le champ de la loi du 22 mars 2004, laquelle n'impose aucune restriction sur la nature des actifs éligibles et les risques titrisables.

Mais si le transfert des risques repose sur un transfert de propriété de ces actifs, il convient que l'organisme de titrisation soit valablement propriétaire des œuvres d'art.

## 2. La propriété des œuvres d'art

Un organisme de titrisation peut-il être propriétaire d'une œuvre d'art du point de vue du droit civil ? Parce qu'elle a la personnalité juridique<sup>54</sup>, la société de titrisation peut vala-

blement être titulaire de droits de propriété corporelle sur une œuvre d'art. La sécurité juridique offerte par la personnalité juridique et « l'acclimatation » des SCA, s. à r.l. et surtout des s.a. aux montages financiers peuvent expliquer pourquoi les sociétés de titrisation sont largement préférées en pratique<sup>55</sup>.

La question est plus délicate s'agissant d'un fonds de titrisation, compte tenu de son absence de personnalité juridique. Lorsque le fonds de titrisation emprunte sa forme juridique à la copropriété prévue par la loi sur la titrisation, la réponse doit être, à notre sens, affirmative, car la copropriété peut s'appliquer à tout bien. La nature artistique du bien sous-jacent n'importe guère à cet égard. Remarquons que l'application de la copropriété aux objets artistiques n'est pas inhabituelle : les clubs d'amateurs d'art constitués sous forme d'indivision conventionnelle, lesquels visent à organiser une jouissance collective des œuvres, en sont une illustration assez dynamique en pratique<sup>56</sup>.

La réponse doit également être positive si le fonds de titrisation repose sur la conclusion d'un contrat fiduciaire. Selon la loi du 27 juillet 2003, le contrat fiduciaire est défini en son article 5 comme « le contrat par lequel une personne, le fiduciaire, convient avec une autre personne, le fiduciant, sous les obligations déterminées par les parties, devient propriétaire de biens formant un patrimoine fiduciaire ». Ce texte vise les biens, sans aucune restriction<sup>57</sup>. La notion très large de biens permet d'y inclure les œuvres d'art.

Il convient de s'assurer, ne serait-ce que dans l'intérêt des investisseurs, que l'œuvre d'art sous-jacente n'est pas un bien volé, exproprié ou spolié ou encore un faux. L'*originator* doit, s'il envisage de vendre des œuvres à un organisme de titrisation, s'assurer qu'il en ait le véritable propriétaire, ce qui n'est pas le cas, pour exemple, pour une galerie d'art qui n'est que le mandataire des artistes pour promouvoir et vendre leurs œuvres. Comme l'adage juridique « Nul ne peut transférer à autrui plus de droits qu'il n'en dispose lui-même » le souligne, l'organisme de titrisation ne pourrait être propriétaire d'un bien artistique si l'*originator* ne l'était pas lui-même. Il en résulterait un risque d'annulation du contrat de vente conclu entre l'*originator* et l'organisme de titrisation et, partant, une annulation du transfert des actifs à l'organisme de titrisation avec un effet rétroactif, ce qui serait évidemment dommageable pour l'ensemble des parties prenantes à la titrisation. Cependant, cette vérification de la titularité du droit de propriété ne remet pas en cause la viabilité des titrisations d'œuvres d'art. Ce contrôle peut s'opérer, comme en matière de fonds en art, au moyen d'une *due diligence* (audit) qui retrace l'origine des œuvres d'art que l'*originator* envisage d'intégrer dans le projet de titrisation. De même, et à l'instar des pierres précieuses, une analyse scientifique des œuvres d'art s'impose afin de s'assurer qu'il ne s'agit pas de faux. L'œuvre d'art à titriser doit bénéficier d'un certificat d'authenticité délivré par un expert, étant précisé que

l'authenticité est toujours susceptible d'être ultérieurement remise en doute.

En outre, compte tenu de la distinction déjà signalée entre la propriété corporelle du support et la propriété intellectuelle sur l'œuvre d'art, il convient de s'assurer que l'organisme de titrisation dispose des droits d'auteur nécessaires pour procéder à l'exposition des objets d'art qu'il détient. En effet, le droit d'exposition d'une œuvre d'art fait partie du droit de représentation, qui est une prérogative exclusive du titulaire du droit d'auteur. La titrisation des revenus des droits d'exposition permettrait de mettre à la disposition des investisseurs une source de rémunération non liée par le transfert de propriété du support des œuvres à un tiers. Le maintien de la propriété des œuvres d'art au sein de l'organisme de titrisation, jusqu'au complet paiement des titres, pourrait également constituer une précieuse valeur de crédit pour les investisseurs.

Il ressort de cette analyse de la validité de la titrisation d'œuvres d'art que le droit luxembourgeois apparaît suffisamment souple pour permettre une telle opération. Si la titrisation est souvent présentée comme un outil de refinancement de prêts, elle pourrait être aussi utilisée, de notre point de vue, pour transférer les risques attachés à la détention d'actifs artistiques. Par cette opération, l'organisme de titrisation prend en charge les risques qui étaient précédemment supportés par l'exploitant des œuvres d'art pour les transférer aux investisseurs<sup>58</sup>.

Non seulement ouvert à l'égard des titrisations d'œuvres d'art, le droit luxembourgeois dispose également de nombreux atouts en ce domaine.

## 2

### L'attractivité du droit luxembourgeois

Le droit luxembourgeois est attractif sur le plan de sa flexibilité (A) et présente d'importants intérêts sur les plans économique et fiscal (B).

#### A. La flexibilité juridique

On examinera tour à tour les principaux éléments de souplesse juridique du droit luxembourgeois de la titrisation qui peuvent constituer des avantages pour un projet de titrisation d'œuvres d'art : l'*originator* et l'arrangeur peuvent, de concert, choisir librement le mode de transfert des actifs artistiques (1), de même que les titres financiers à émettre par l'organisme de titrisation (2). Ils peuvent, en outre, opter pour un organisme de titrisation régulé ou non régulé (3).

(58) N. BINCTIN, « La titrisation des brevets », *Les nouveaux usages du brevet d'invention entre innovation et abus*, Aix-en-Provence, P.U.A.M., 2014, p. 137 : « Le risque est, par ailleurs, dilué dans l'opération de titrisation, soit en raison de la multitude et de la variété des actifs insérés dans l'organisme de titrisation, soit en raison de la multitude des investisseurs (...) La titrisation n'est plus alors une opération de refinancement, mais une opération de gestion des risques de l'entreprise », cette analyse valant parfaitement au sujet de la titrisation de tout type d'actif.

(52) L'*originator* est alors l'*asset manager* ou le *servicer* des actifs sous-jacents : J. DORNHOFFER et S. PILGER, *Moodys's Approach to Rating Trade Receivables Backed Transactions*, 8 juillet 2002, p. 22 ; V. KOTHARI, *op. cit.*, p. 692 ; voir à titre d'exemple particulièrement intéressant une opération par laquelle des panneaux solaires sont vendus à un véhicule de titrisation américain, l'*originator* étant désigné comme *manager* des actifs : S&P, *Presale : SolarCity LMC Series 1 LLC (Series 2013-1)*, 11 novembre 2013.

(53) CSSF, *Questions/Réponses Titrisation*, *op. cit.*, p. 8.

(54) Rappelons que, contrairement au droit français, la personnalité juridique de la société de droit luxembourgeois est acquise dès la signature de l'acte de société dans les formes légalement requises, et non pas par l'inscription la société au registre du commerce et des sociétés : J.-P. WINANDY, *Droit des sociétés*, Luxembourg, Legitech, 2011, p. 216.

(55) PwC, *Securitisation in Luxembourg*, 2007, p. 18.

(56) Fine Art Wealth Management, *Setting up a private art investment club*, <http://www.fineartwealthmgt.com>.

(57) Ph. HOSS et P. SANTER, « Le contrat fiduciaire en droit luxembourgeois », in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 5, coll. A.L.J.B., Bruxelles, De Boeck & Larcier, 2004, p. 779.

### 1. Liberté de choix du mode de transfert des actifs

Comme le prévoit l'article 53 (2), « l'organisme de titrisation peut prendre en charge ces risques en acquérant les biens, en garantissant les engagements ou en s'obligeant de toute autre manière ». Le législateur luxembourgeois a préféré laisser les praticiens recourir au mode d'affectation qui leur semble le plus adapté. Ainsi, les arrangeurs ne sont prisonniers d'aucune modalité impérative ou exclusive d'affectation de l'actif à des fins de titrisation.

Par analogie avec les fonds en art qui acquièrent les objets d'art, le mode d'affectation des actifs artistiques *a priori* le plus simple est la vente de ceux-ci au véhicule de titrisation (figure 1 en annexe). En prévoyant que « l'organisme de titrisation peut prendre en charge ces risques en acquérant les biens », la loi de 2004 permet clairement de céder des actifs tangibles à l'organisme de titrisation<sup>59</sup>. Afin de faire fructifier les actifs artistiques et de respecter l'objet non entrepreneurial de l'organisme de titrisation, leur exploitation doit être confiée à un tiers, qui peut être l'*originator*. Le contrat de gestion et d'exploitation des actifs artistiques pourrait prendre la forme d'un contrat de prestation de services ou d'un contrat de mandat conclu entre l'organisme de titrisation et l'*asset manager*.

Observons que, par contraste, il n'est pas possible de céder directement des actifs tangibles à un organisme de titrisation de droit français<sup>60</sup> ou à un organisme de placement collectif en créances de droit belge<sup>61</sup>. Une opération de titrisation d'actifs tangibles par transfert de ceux-ci et recours à ces entités impliquerait la création d'un véhicule *ad hoc* intermédiaire entre l'*originator* et l'organisme de titrisation émetteur<sup>62</sup>. Ce montage consisterait à transférer l'actif tangible à une société *ad hoc*, qui peut être une société commerciale non soumise à un régime spécial de titrisation ; cette dernière transférerait les créances issues de la commercialisation de ses actifs tangibles à l'organisme de titrisation de droit français ou à l'organisme de placement collectif en créances. Un tel montage « à double étage » (*two-tier* structure) alourdit considérablement la constitution et le fonctionnement de l'opération, ce qui pèse, incidemment, sur ses coûts.

Dans le cadre de cette forme de titrisation par transfert de la propriété des œuvres d'art à l'organisme de titrisation, il conviendra de prévoir les solutions liées à la « détitrisation » de ces actifs. En effet, dans l'hypothèse où tous les investisseurs ont pu être payés avant la revente de toutes les œuvres, ou bien en cas de sous-performance de certaines œuvres, il peut être opportun que l'*originator* ait contractuellement la faculté de racheter les stocks d'œuvres d'art invendues à l'organisme de titrisation. Les modalités de la cession des actifs de l'organisme de titrisation doivent être prévues par les statuts ou le règlement de gestion<sup>63</sup>.

(59) Article 53 (2) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(60) Article L. 214-168 du Code monétaire et financier.

(61) Loi du 5 août 1992 modifiant, en ce qui concerne les organismes de placement en créances, la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux organismes financiers.

(62) T. GRANIER, *Droit commercial*, op. cit., n° 873.

(63) Article 61 (1) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

## Des ouvrages de référence pour votre métier



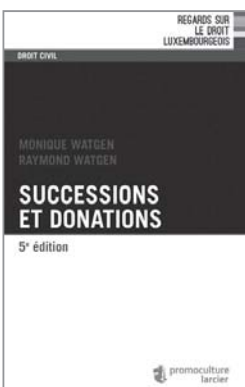
### CODE DE LA PROFESSION D'AVOCAT

Compilation de textes – 2015

Marc Thewes

L'ouvrage reprend la réglementation et les dispositions légales organisant l'accès à la profession d'avocat et le fonctionnement du Barreau au Luxembourg.

> Collection : Les Codes poche Promoculture-Larcier  
456 p. • 60,00 € • Édition 2015

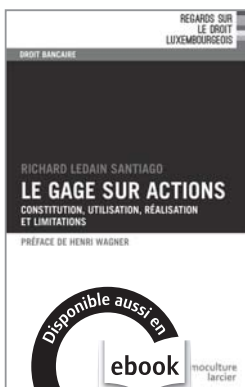


### SUCCESSIONS ET DONATIONS

Raymond Watgen, Monique Watgen

Le livre traite des aspects importants des successions ab intestat, des donations et des testaments en droit luxembourgeois. Sa consultation est facilitée par des graphiques, des exemples chiffrés et des explications de notions juridiques non courantes.

> Collection : Regards sur le droit luxembourgeois  
616 p. • 120,00 € • 5<sup>e</sup> édition 2015



### LE GAGE SUR ACTIONS

Constitution, utilisation, réalisation et limitations

Richard Ledain Santiago  
Préface de Henri Wagner

L'ouvrage présente une analyse théorique poussée de la pratique du gage sur actions, agrémentée de réflexions illustrées, observations et conseils issus de la pratique.

> Collection : Regards sur le droit luxembourgeois  
192 p. • 60,00 € • Édition 2015

Disponible aussi en ebook  
[www.promoculture-larcier.lu](http://www.promoculture-larcier.lu)



### L'ÉTAT DU GRAND-DUCHÉ DE LUXEMBOURG

Marc Feyereisen, Brigitte Louise Pochon

L'ouvrage de référence pour tout connaître des rouages du fonctionnement des institutions de l'État luxembourgeois.

776 p. • 120,00 € • Édition 2015

Disponible aussi en ebook  
[www.promoculture-larcier.lu](http://www.promoculture-larcier.lu)

Si ce sont seulement les créances d'exploitation des œuvres d'art qui sont titrisées, le mode de transfert de ces actifs consistera en une cession de créances (figure 2 en annexe). La loi luxembourgeoise prévoit un régime dérogatoire au droit commun qui est favorable à la conclusion d'une telle convention. La créance cédée à un organisme de titrisation entre dans son patrimoine dès que la cession devient effective, nonobstant tout engagement pris par l'organisme de titrisation de la recéder ultérieurement<sup>64</sup>. De plus, l'article 1699 du Code civil n'est pas applicable aux créances cédées à un organisme de titrisation<sup>65</sup> et la cession prend effet entre parties et devient opposable aux tiers dès l'accord de cession, sauf stipulation contraire. En outre, la cession des créances à l'organisme de titrisation entraîne le transfert des sûretés garantissant ces créances<sup>66</sup>. L'avantage de cette modalité de titrisation pour l'*originator* réside encore dans le fait que celui-ci conserve la propriété de ses actifs tangibles, ce qui lui permet de les affecter éventuellement à titre de garantie.

L'organisme de titrisation peut également constituer un gage sur des œuvres ou autres actifs qu'elle détient. Mais cette sûreté réelle doit être constituée en couverture des engagements qu'il a souscrits en vue de réaliser leur titrisation ou en faveur de ses investisseurs, de leur représentant-fiduciaire ou de l'organisme d'émission participant à la titrisation<sup>67</sup>.

Enfin, si l'on intègre les montages de titrisation les plus classiques, ceux portant sur des créances de prêt, il est concevable d'appliquer la titrisation sur les créances de prêts accordés par les banques aux acteurs du marché de l'art en transférant celles-ci à l'organisme de titrisation (figure 3 en annexe). En associant le prêt à une opération de titrisation, la banque est encouragée à accorder un financement à l'exploitant des œuvres d'art. Le prêt finance les acquisitions réalisées par l'*originator*, la revente des œuvres permettant de rembourser le prêt dont les créances ont été titrisées.

Le régime juridique luxembourgeois de la titrisation fait également preuve de souplesse au sujet du choix des titres financiers à émettre.

## 2. Souplesse quant aux choix des titres financiers

Dans la mesure où l'organisme de titrisation peut émettre toute valeur mobilière, peuvent être émis des titres de capital (actions pour la s.a. ; parts sociales pour la s. à r.l.) aussi bien que des obligations, qu'elles soient à taux fixe, zéro ou variable. Les opérations de titrisation reposent le plus classiquement sur une émission d'obligations. L'émission de ce type de titres financiers, qui reste dans un cadre contractuel, permet d'éviter les lourdeurs du droit des sociétés inhérentes à l'émission de titres de capital.

Toutes les formes d'amortissement sont envisageables. Les deux principales sont les suivantes : — amortissement annuel, c'est-à-dire à chaque date de paiement des obligations (*amorti-*

*zing bonds*) : les obligataires réduisent leur exposition au risque au fur et à mesure et reçoivent donc des intérêts décroissants chaque année ;

— amortissement *in fine*, c'est-à-dire à la maturité finale prévue des obligations (*bullet bonds*) : le capital et tous les intérêts sont payés aux obligataires à la date de maturité finale des obligations. Il s'agit de la formule de structuration des obligations la plus simple. Elle nécessite normalement une stratégie de gestion des liquidités moindre que pour l'amortissement annuel, puisque l'organisme de titrisation dispose habituellement de plusieurs années pour payer les intérêts des obligations, même si le contrat de souscription des obligations peut prévoir des cas de remboursement anticipé.

Une solution alternative pourrait consister à émettre des obligations dont le taux est variable en fonction d'un pourcentage des revenus des actifs sous-jacents artistiques. Cette modalité de rémunération pourrait pallier le risque que les revenus ne permettent pas de rembourser le capital.

Il est possible d'émettre plusieurs tranches de titres à destination de différents profils d'investisseurs (*tranching*)<sup>68</sup>. En effet, le paiement de certains investisseurs peut être subordonné à celui d'autres investisseurs. Les *senior bonds* sont payées en priorité aux *junior bonds*<sup>69</sup>.

De façon plus spécifique à la titrisation d'œuvres d'art, il serait envisageable de prévoir, dans les actes juridiques du montage, que les œuvres acquises par l'organisme peuvent être prêtées aux investisseurs pour une durée prévue au prorata du montant de leur investissement<sup>70</sup>. Cette possibilité serait de nature à satisfaire les investisseurs qui ne chercheraient pas seulement à « faire un bon placement », mais aussi à profiter des qualités intrinsèques des œuvres : c'est le fameux « investissement passion »<sup>71</sup>.

Ces titres peuvent être émis par un organisme de titrisation régulé ou non régulé, au choix de l'*originator*.

## 3. Liberté de constitution d'un organisme non régulé

Seuls les organismes de titrisation qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public (organismes de titrisation agréés ou régulés) doivent être agréés par la CSSF pour exercer leurs activités et soumis à la surveillance de cet organisme.

La CSSF présume qu'il y a émission continue de valeurs mobilières si l'organisme de titrisation procède à plus de trois émissions au public par an.

En ce qui concerne l'émission de valeurs mobilières à destination du public, la CSSF a arrêté différents critères<sup>72</sup> :

« - les émissions destinées à des clients professionnels au sens de l'annexe II de la directive 2004/39/CE (MiFID) ne constituent pas des émissions destinées au public ;

» — les émissions dont les coupures sont égales à ou dépassent 125.000 EUR sont présumées ne pas être destinées au public ;

» — la seule cotation d'une émission sur un marché réglementé ou alternatif n'entraîne pas *ipso facto* que cette émission doit être considérée comme étant destinée au public ;

» — les émissions distribuées sous la forme de placements privés, quel que soit le montant de la coupure, ne constituent pas des émissions destinées au public. La qualification de placement privé doit être appréciée de cas en cas selon les moyens de communications utilisés et la technique employée pour la distribution des valeurs mobilières. Toutefois, la souscription de valeurs mobilières par un intermédiaire financier ou un investisseur institutionnel en vue du placement ultérieur de telles valeurs mobilières dans le public constitue un placement dans le public. Par ailleurs, dans l'hypothèse où l'émission de titres par l'organisme de titrisation est structurée en vue de la commercialisation au moyen d'un « wrapper » destiné au public, alors une telle émission sera présumée être à destination du public ».

En pratique, l'agrément des organismes de titrisation reste exceptionnel. La grande majorité des organismes de titrisation luxembourgeois sont constitués sans que les émissions déclenchant l'agrément de la CSSF ne soient réalisées<sup>73</sup>. En matière de titrisation d'œuvres d'art, la régulation de l'organisme de titrisation paraît peu adaptée, car les titres ne sont généralement pas destinés au placement dans le public. En effet, comme pour les fonds en art, ces titres sont habituellement souscrits par une clientèle avertie ou des investisseurs institutionnels<sup>74</sup>. De plus, la destination très restreinte de ces titres, ainsi que leur faible liquidité, ne conduisent pas les *originators* à vouloir les introduire dans un marché réglementé.

Enfin, la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (loi transposant en droit luxembourgeois la directive AIFM) exclut normalement de son champ d'application les structures de titrisation *ad hoc*<sup>75</sup>. Cependant, une application purement volontaire des dispositions issues de la directive AIFM, en particulier sur les procédures d'évaluation et d'audit des risques, peut être un argument de nature à rassurer et attirer les investisseurs. Mais encore convient-il que la mise en conformité de l'organisme de titrisation d'œuvres d'art avec ce dispositif n'induit pas des coûts excessifs au détriment de la rémunération des investisseurs.

(73) M. TAILLANDIER, « Contrôle et supervision des opérations de titrisation », *Ace*, 2014/3, p. 3.

(74) F.J. FABOZZI, *Handbook of finance - Financial markets and instruments*, Chichester, Wiley, 2008, p. 609.

(75) Article 2 (2) de la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, en pratique dite loi « G.F.I.A. », tout en renvoyant au règlement (CE) n° 24/2009 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des sociétés écrans effectuant des opérations de titrisation, pour la définition de la titrisation ; ainsi que le prévoit la directive AIFM : article 2, directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs ; voir : M. TAILLANDIER, *op. cit.*, spécialement p. 8.

(64) Article 56 (1) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(65) Article 56 (4) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(66) Article 56 (2) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(67) Article 61 (3) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(68) Article 63 (1) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(69) V. KOTHARI, *Securitization - The financial instrument of the future*, Chichester, Wiley, 2006, p. 218 ; P. BARNETO et G. GREGORIO, *Les mécanismes financiers de la titrisation*, Paris, Hermès, 2011, p. 104.

(70) R. AZIMI, « Un nouveau fonds d'investissement en art au Luxembourg », *Le Journal des Arts*, 29 avril 2011.

(71) G. GOMBERT, « Des investissements passion pour tous les goûts », *Le Figaro*, 3 juin 2008.

(72) CSSF, *Questions/Réponses Titrisation*, 23 octobre 2013, p. 4.



Le législateur ayant souhaité mettre à la disposition des *originators* potentiels un cadre juridique très flexible, le régime de la titrisation déroge sur de nombreux points aux règles communes. Les documents contractuels du montage peuvent contenir une clause selon laquelle les investisseurs acceptent de ne pas assigner l'organisme de titrisation en faillite (*Non-petition clause*)<sup>76</sup>.

Les atouts du droit luxembourgeois de la titrisation ne sont pas seulement juridiques ; il faut aussi mettre en relief les atouts d'ordre économique et fiscal.

## B. Les atouts économiques et fiscaux

Dans la mesure où, comme pour les fonds en art, la valeur totale de l'actif d'un organisme de titrisation d'œuvre d'art a certainement vocation à rester modeste, il convient de mettre en place une titrisation dans des conditions économiquement viables. La constitution d'un montage trop complexe ou trop coûteux ne permettrait pas de dégager la marge nécessaire à la prise en charge des frais de constitution liés à un tel montage novateur. De plus, les revenus du portefeuille d'œuvres d'art doivent être suffisamment élevés afin de couvrir aisément les frais de stockage et d'assurance des objets d'art, ainsi que la rémunération des évaluateurs des œuvres d'art. Il faut donc que les coûts du montage et du fonctionnement de la titrisation soient modérés et maîtrisés. À cet égard, il nous semble que l'organisme de titrisation est attractif sur le plan de la constitution du capital social (1), tout en offrant une neutralité fiscale (2).

### 1. La constitution du capital social

La création de l'organisme de titrisation entraîne des coûts modérés sur le plan de la constitution du capital social. La s.a. de titrisation ne nécessite qu'un apport d'un montant de 30.986,69 EUR, comme pour toute s.a. La s. à r.l. doit, quant à elle, être constituée avec un capital minimum de 12.394,68 EUR. Ce capital est souvent apporté en pratique par un associé unique qui est un *Stichting* (fondation néerlandaise) ou un *trust*.

### 2. Neutralité fiscale

La loi du 22 mars 2004 inclut des dispositions fiscales spécifiques :

— étant fiscalement transparents, les fonds de titrisation ne sont soumis à aucune imposition ; seuls les investisseurs dans ce fonds seront imposés en fonction de leur domicile fiscal. Quant aux sociétés de titrisation, elles sont soumises à l'impôt sur le revenu des collectivités et à l'impôt commercial communal. Elles sont imposées sur la base de leur bénéfice net comptable. Cependant, la société de titrisation peut déduire de sa base imposable tous ses engagements à l'égard des tiers<sup>77</sup>. Ainsi, les paiements d'intérêts et dividendes sont déductibles de l'assiette. Cela conduit normalement à une imposition quasi nulle et donc à une faible pression fiscale au niveau de l'organisme de titrisa-

tion. Ce dispositif permet à la société de titrisation établie au Luxembourg de jouir d'une quasi « neutralité » fiscale ;

— la société de titrisation est assujettie à la T.V.A., mais les opérations de gestion du véhicule de titrisation sont normalement exclues du champ de la T.V.A.<sup>78</sup> ;

dans les opérations de titrisation comme dans les fonds en art, les investisseurs ne sont généralement pas des résidents luxembourgeois. La perception d'intérêts ou de dividendes par des investisseurs non établis au Luxembourg est susceptible de faire l'objet d'une retenue à la source<sup>79</sup>. Il existe alors un risque de double imposition, d'abord dans le chef de la société de titrisation qui distribue les intérêts ou les dividendes, ensuite dans le chef des investisseurs qui les reçoivent. Cependant, il existe de nombreuses conventions internationales tendant à éviter ou éliminer la double imposition, signées par le Luxembourg<sup>80</sup>. Ces conventions ne sont applicables qu'aux sociétés ayant la personnalité juridique. Les sociétés de titrisation entrent normalement dans leur champ d'application<sup>81</sup>.

Par ailleurs, le recours à des ports francs étant particulièrement pratiqué dans le marché de l'art et, dans la mesure où la loi du 22 mars 2004 n'impose pas que les actifs sous-jacents soient situés au Luxembourg, les œuvres d'art pourraient être stockées dans un port franc, au Luxembourg ou dans tout autre port franc. Ces œuvres bénéficient alors normalement d'une exemption de T.V.A. et de droit de douane tant qu'elles ne sortent pas du port franc. Outre l'intérêt fiscal, le stockage dans un port franc permet de préserver les œuvres contre les détériorations et risques de vol.

Il résulte des développements précédents que des opérations de titrisation d'œuvres d'art peuvent, à notre sens, être créées dans le cadre légal existant au Luxembourg, sans que le législateur ait à intervenir spécialement, sous réserve que les professionnels de la place parviennent à faire face aux défis qu'il convient, à présent, de signaler.

## 3

### Les défis à relever en pratique

Par-delà les contraintes résultant de l'environnement juridique, ce sont surtout des défis économiques et pratiques que posent les titrisations d'œuvres d'art. Tel est le cas, en particulier, de l'évaluation des revenus futurs des œuvres d'art (A) et de la liquidité de ce type d'actifs (B).

#### A. L'évaluation financière

Comme le résumait le doyen Carbonnier aussi simplement que parfaitement, l'évaluation con-

siste à « donner une expression pécuniaire aux biens qui n'en ont pas<sup>82</sup> ». L'évaluation des œuvres d'art se prête à cette définition : ces biens ont bien sûr une valeur esthétique, mais aussi une valeur pécuniaire<sup>83</sup> qu'il est nécessaire de déterminer (1), même si toute méthode d'évaluation est délicate à mettre en œuvre en ce domaine (2).

#### 1. Nécessité d'une évaluation des revenus futurs

La conduite d'une évaluation se présente comme une exigence inhérente au mécanisme de la titrisation. Dans le cadre des titrisations conventionnelles, l'analyste financier chargé de la structuration des titres doit déterminer un prix d'émission. S'il s'agit d'obligations, le rendement est normalement garanti et celui-ci devra être communiqué et effectivement versé aux investisseurs. Dans la mesure où les investisseurs sont rémunérés à partir des actifs détenus par l'organisme de titrisation, il est indispensable d'évaluer ces sous-jacents. De la qualité de cette opération d'évaluation dépend le bon paiement des investisseurs au moment et pour le montant prévus. Le caractère essentiel de cette évaluation se manifeste dans l'obligation, pour les organismes de titrisation régulés, de mettre à la disposition de la CSSF tout document « relatif à l'évaluation et à la rentabilité des actifs<sup>84</sup> ».

La valeur économique à rechercher dans le cadre de cette évaluation consiste dans les revenus futurs nets des actifs sous-jacents. L'anticipation des revenus futurs est la cible logique de l'opération d'évaluation, puisque c'est grâce à ces revenus futurs que les investisseurs seront rémunérés. L'évaluateur aura pour mission de s'assurer que les dates et niveaux de rendement des œuvres d'art coïncident avec les séquences de paiement des obligations.

Cette mission d'anticipation des revenus futurs des œuvres d'art doit être confiée à un évaluateur spécialisé. En pratique, elle doit être l'œuvre d'un cabinet d'évaluation qui sera à même de réunir des analystes financiers et des professionnels du marché de l'art. Dans l'intérêt des investisseurs, il est opportun de désigner un évaluateur indépendant par rapport à l'*originator*. Le propriétaire de l'œuvre d'art pourrait, en effet, être tenté de surestimer l'objet d'art. Le risque de surévaluation n'est pas à écarter, même si l'œuvre est authentique. Si les titres font l'objet d'une notation par une agence de notation, celle-ci pourrait confier la mission d'évaluation à un expert indépendant. N'ayant probablement pas les compétences nécessaires en interne, l'agence de notation se tournera logiquement vers un évaluateur externe, mais pourra tirer les conséquences de ce rapport d'évaluation par rapport à la qualité des titres qu'elle doit noter.

Les œuvres d'art sont souvent présentées comme des valeurs refuges<sup>85</sup>. En période de crise

(82) V. CARBONNIER, *Droit civil. Les biens. Les obligations*, coll. Quadrige, Paris, P.U.F., 2004, n° 693.

(83) C. DÜMCKE et F. MATASSA, *Valuation for works of art for lending and borrowing purposes*, rapport, novembre 2012, [www.eenc.info](http://www.eenc.info).

(84) Article 24 (2) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(85) M. ROBERT, « Les œuvres d'art demeurent une valeur refuge », *Les Échos*, 10 août 2011, p. 18 ; P.-G. LABURTE et V. GOUVERNEUR, *Investing in Château Lafi-*

(76) Article 64 (1) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

(77) Article 89 de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation, cet article modifiant l'article 46 de la loi du 4 décembre 1967 relative à l'impôt sur le revenu.

(78) Loi du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée (T.V.A.), article 44, alinéa 1<sup>er</sup>, d).

(79) Voir sur les retenues à la source au Luxembourg : [http://www.impotsdirects.public.lu/az/r/reten\\_impot/](http://www.impotsdirects.public.lu/az/r/reten_impot/).

(80) Pour la liste des conventions internationales en vigueur : [http://www.impotsdirects.public.lu/conventions/conv\\_vig/](http://www.impotsdirects.public.lu/conventions/conv_vig/).

(81) A. STEICHEN, « Régime fiscal de la titrisation », *La titrisation*, op. cit., p. 102.

économique, il s'agirait d'un investissement alternatif et attractif par rapport aux actifs financiers traditionnels tels que les actions et les obligations<sup>86</sup>. En réalité, l'art est, lui aussi, un marché très fluctuant<sup>87</sup>. De façon générale, il est toujours hasardeux de prédire avec exactitude si une œuvre d'art trouvera son acheteur, combien son exploitation rapportera et dans quels délais<sup>88</sup>. Contrairement à d'autres actifs tangibles, tels que l'or ou le blé, il n'existe pas de cote officielle des œuvres d'art, ce qui rend la détermination d'une valeur de marché particulièrement difficile. Quand bien même l'œuvre d'art a déjà été auparavant commercialisée, il n'existe aucune certitude qu'elle trouvera de nouveaux acheteurs et que le prix suivra la tendance des ventes antérieures. Ainsi, même en appliquant la titrisation à des œuvres d'art bénéficiant d'un historique financier sur plusieurs années, il n'est possible de compter que sur une plus-value latente. Cependant, tout doit être mis en œuvre pour qu'une évaluation objective et rigoureuse soit réalisée, et ce afin d'aboutir à une valeur non pas indiscutable, mais la plus probable. Dans cet esprit, l'évaluation de l'art ne se présente pas comme une science exacte, mais comme un véritable *challenge* pour les analystes<sup>89</sup>.

L'interdisciplinarité entre la finance et l'art est indispensable, car la réalisation de l'évaluation repose sur l'adaptation de méthodes d'évaluation financière aux actifs artistiques.

## 2. Les méthodes d'évaluation

Les évaluateurs disposent de plusieurs méthodes afin de calculer les revenus nets des œuvres d'art. Nous n'évoquerons que les principales<sup>90</sup> :

— l'évaluation par les revenus passés consiste à calculer la valeur d'un actif en fonction de ses revenus antérieurs sur une période la plus proche et la plus longue possible. Dans le cas des actifs artistiques, cette méthode s'attachera aux prix pour lesquels ils ont été vendus par le passé et à l'évolution de ces prix. Cependant, cette méthode rétrospective a ses limites, étant donné qu'il n'est évidemment pas garanti que l'actif produira autant de revenus dans l'avenir. En règle générale, une œuvre d'art ne fait l'objet que d'un nombre limité de ventes. Le nombre de transactions antérieures est souvent insuffisant pour en tirer des conclusions statistiquement significatives. De surcroît, cette méthode est, à l'évidence, inapplicable aux œuvres d'art qui sont mises sur le marché pour la première fois.

— la méthode par comparaison, laquelle se base sur une comparaison des actifs existants

sur le marché avec l'actif à évaluer. Toutefois, cette technique d'évaluation est difficile à mettre en œuvre en matière d'objets d'art. S'il est en effet assez aisé, par exemple, de comparer la valeur de marché d'un immeuble ou d'un stock de diamants dans un contexte marchand donné, il est des plus délicats de comparer la valeur d'une peinture avec celle du même artiste et, a fortiori, avec l'œuvre d'un tiers<sup>91</sup>. L'évaluateur ne peut que s'efforcer d'identifier des critères de comparaison pertinents et objectifs<sup>92</sup>.

— la méthode dite « hédonique », à l'origine utilisée pour évaluer des biens immobiliers, repose sur l'idée que la valeur ou le prix d'un bien dépend de ses différentes caractéristiques. Il faut donc décomposer l'objet à évaluer en ses éléments caractéristiques, parmi lesquels l'identité du créateur, la date de création, son état physique, tous ces facteurs influençant la valeur de l'œuvre<sup>93</sup>.

— la méthode par options, également appelée Monte-Carlo, repose sur la sélection et le calcul statistique d'une série d'hypothèses servant d'échantillons, afin de dégager un niveau de revenus propre à la réalisation de chaque scénario<sup>94</sup>. Les résultats de cette évaluation, en pratique réalisée par des logiciels de calcul, se présentent sous forme de données chiffrées, d'arborescences et de diagrammes. Cette technique, traditionnellement pratiquée pour évaluer le rendement de valeurs mobilières ou de créances de prêts sous-jacents à des titrisations, est transposable à tout type d'actif, notamment des œuvres d'art, bien que cela semble rare à ce jour dans le marché de l'art. Même s'il s'agit de la méthode la plus rigoureuse, les valeurs obtenues sont susceptibles de différer d'une simulation Monte Carlo à l'autre malgré les mêmes données initiales.

Pour résumer, les méthodes disponibles pour déterminer la valeur d'un bien, en ce compris les œuvres d'art, sont nombreuses, mais aucune ne suffit. Il ne saurait être question de recourir à une seule méthode, mais de les associer les unes aux autres. Au-delà d'une simple complémentarité, les différentes méthodes d'évaluation sont surtout marquées par leur indissociabilité pour les besoins pratiques d'une évaluation complète des revenus nets futurs. En effet, l'évaluateur diligent s'attachera tant aux revenus passés qu'aux perspectives futures, et il analysera aussi le marché qu'il confrontera aux caractéristiques de l'actif en cause. L'utilisation d'une pluralité de méthodes nécessite du temps, et par là même un budget important, mais cet investissement humain et financier se justifie par le souci de protection des investisseurs, de même qu'il conditionne le succès de l'opération de titrisation et son éventuel renouvellement.

Outre le recours à des techniques d'évaluation, l'organisme de titrisation se doit de définir et mettre en œuvre une stratégie de gestion de la liquidité des actifs artistiques.

## B. La liquidité des actifs artistiques

Percevoir des revenus issus des œuvres d'art, tel serait l'objectif essentiel de l'organisme de titrisation de ce type d'actifs. Pour y parvenir, l'organisme de titrisation doit bénéficier d'un cadre juridique contractuel qui prévoit une durée des titres suffisamment souple (1), des critères d'éligibilité (2), une faculté de diversification des sources de revenus (3) et une obligation de commercialisation des actifs artistiques à la charge d'une société opérationnelle (4). Enfin, si la valeur des actifs le permet, le bon paiement des titres peut faire l'objet d'une garantie par un assureur *monoline* (5).

### 1. Souplesse de la durée des titres

Contrairement aux actifs financiers traditionnels, les actifs artistiques sont faiblement liquides ; plusieurs mois peuvent s'écouler entre la décision de vendre l'œuvre et sa vente effective<sup>95</sup>. Compte tenu des goûts nécessairement changeants du public en matière artistique et des évolutions de ce qu'il est communément appelé la « cote des artistes », les arrangeurs de la titrisation doivent prévoir une durée d'investissement souple, permettant de revendre les œuvres au moment le plus opportun.

Si l'organisme de titrisation se finance à travers l'émission d'obligations, il convient de prévoir deux dates de maturité<sup>96</sup> :

— *Expected maturity* (ou *Scheduled maturity*) : la date de maturité prévue est la date de paiement des obligataires la plus probable et attendue ;

— *Legal maturity* (ou *Legal final maturity*) : la date de maturité juridique est celle où les obligataires doivent être intégralement payés au plus tard.

Il est habituellement recommandé, afin d'éviter de mettre l'organisme de titrisation en risque de défaut de paiement, de fixer la date de maturité juridique largement après la date de maturité prévue. De nombreux mécanismes contractuels ont été élaborés par les professionnels pour modifier ou prolonger ces dates au cours de la vie de l'opération afin d'anticiper d'éventuelles difficultés de liquidités. Par exemple, si l'organisme de titrisation atteint un certain ratio, la durée de maturité des titres peut être allongée d'un nombre d'années déterminé.

### 2. Les critères d'éligibilité

La composition de l'actif de l'organisme de titrisation peut être soit figée dès l'émission des titres (actif statique), soit rechargeable en nouveaux actifs au cours de l'opération de titrisation (actif dynamique). Pour favoriser les chan-

te, Picasso or Patek Philippe - The rise of collectible assets, Deloitte, 30 mai 2013, <http://www.deloitte.com>.

(86) S. ZERBIB, « L'art contemporain est-il un bon placement ? », *Gestion de fortune*, octobre 2008, p. 98 ; C. SPAENJERS, *Essays in alternative investments*, Center for Economic Research, Dissertation series, 2011 ; R. POWNALL, *Art as a Financial Investment*, mars 2007, <http://ssrn.com>.

(87) H. MAHE DE BOISLANDELLE, *op. cit.*, p. 152.

(88) Sur les différences entre les cours de bourse dans les marchés financiers et la cote des œuvres dans les marchés de l'art : R. MOULIN, *Le marché de l'art*, Paris, Flammarion, 2003, p. 60.

(89) Voir l'ouvrage de référence : M. FINDLAY, *The value of art*, New York-Londres, Prestel, 2014.

(90) L'auteur souhaiterait remercier Fabian Bocart (société Tutela Capital) pour son éclairage pratique sur ces différentes méthodes.

(91) J.-B. COSTA DE BEAUREGARD, *Investit-on dans l'art ?*, Mémoire HEC, 2009, p. 40 ; H. MAHE DE BOISLANDELLE, *op. cit.*, p. 95 ; X. OBERSON, « Problèmes actuels dans l'imposition du collectionneur d'art : la passion est-elle imposable ? », in *Dogmatik und Praxis im Steuerrecht - Festschrift für Markus Reich*, Zürich, Schulthess, 2014, p. 107, et spécialement p. 119.

(92) F. BOUGLÉ, *op. cit.*, p. 97 ; T. MCNULTY, *Art market research : a guide to methods and sources*, 2<sup>e</sup> éd, Jefferson, Mc Farland, 2013, p. 24.

(93) J. GALBRAITH et D. HODGSON, « Dimension reduction and model averaging for estimation of artists' agevaluation profiles », 1<sup>er</sup> septembre 2009, <http://www.ssrn.com/>.

(94) N. BINCTIN, *Le capital intellectuel*, coll. Bibl. dr. ent., t. 75, Paris, Litec, 2007, préf. G. BONET et M. GERMAIN, n<sup>o</sup> 267.

(95) Voir l'alerte émise par l'Autorité des marchés financiers (France) au sujet de publicité pour les fonds alternatifs : *Lettre de l'observatoire de l'épargne de l'A.M.F.*, mars 2014, p. 1, ainsi que l'affaire *Marble Art Invest* impliquant une activité d'intermédiation en biens artistiques : décision A.M.F., 7 avril 2014.

(96) F.J. FABOZZI, *Investing in Asset-Backed Securities*, Chichester, Wiley, p. 229.

ces de paiement des investisseurs, il est opportun que l'organisme de titrisation puisse acquérir de nouveaux actifs en cours de fonctionnement afin de multiplier les sources de revenus, et donc de paiement des investisseurs. Il convient alors de prévoir des critères d'éligibilité afin de sélectionner les nouveaux actifs artistiques à acquérir, tout en s'assurant qu'il y ait une gestion passive en accord avec l'esprit de la loi du 22 mars 2004 et la nature des opérations de titrisation<sup>97</sup>.

Ces critères doivent être à la fois ouverts afin d'adapter les choix d'acquisitions aux évolutions du marché de l'art (diversité des genres et des provenances géographiques), mais aussi stricts et qualitatifs afin que l'organisme de titrisation n'acquière que les œuvres financièrement les plus sûres.

### 3. La diversification des sources de revenus

Il est virtuellement possible de ne titriser qu'une seule œuvre d'art pour autant qu'elle soit, bien sûr, d'une valeur suffisamment importante (par exemple par le biais de son exposition) pour rémunérer les investisseurs. La diversification des risques n'est pas une condition de constitution d'une opération de titrisation, du moins pour un organisme de titrisation non régulé puisque la CSSF est susceptible de conditionner son agrément à une diversification des actifs.

Pour autant, une stratégie vitale pour le succès de la titrisation consistera sans doute à diversifier les actifs, en fonction de leur provenance et de leur style<sup>98</sup>. Technique courante de gestion des risques, la diversification consiste à regrouper plusieurs actifs afin d'optimiser le rapport entre risque et rendement. La survenance de risques pour certains actifs sera compensée par les revenus produits par d'autres actifs du même lot.

Pour élargir éventuellement ses sources de revenus, l'organisme de titrisation ne doit pas seulement avoir la faculté de vendre les actifs artistiques, mais aussi de les louer et de les donner en crédit-bail. De plus, une faculté de prêter des œuvres à un exposant peut permettre de promouvoir et valoriser son portefeuille d'œuvres d'art dans l'optique de trouver de nouveaux acquéreurs. Compte tenu des risques de dégradation et de vol que ces expositions font peser sur les investisseurs, l'organisme de titrisation devrait souscrire une assurance de dommages, certaines sociétés d'assurance offrant ce type de prestation<sup>99</sup>.

La diversification peut aller encore plus loin en cédant à l'organisme de titrisation d'autres actifs que des œuvres d'art, notamment des actifs financiers (actions, obligations) ou des actifs immobiliers. Mais ceci implique, bien sûr, que l'*originator* dispose de ces actifs.

### 4. L'obligation de commercialisation

Les droits de propriété corporelle sur des œuvres d'art sont des actifs qui, pour produire des

revenus, nécessitent d'être commercialisés. Pour percevoir ces revenus, le détenteur d'actifs artistiques ne peut se contenter d'un comportement passif. Le propriétaire de l'œuvre doit rechercher des acheteurs et, bien souvent, négocier un prix avant de pouvoir conclure le contrat. Ainsi, l'organisme de titrisation propriétaire d'œuvres d'art ou simplement de créances futures liées à leur commercialisation doit bénéficier d'une exploitation sérieuse et continue. Simple véhicule de financement, l'organisme de titrisation n'a pas vocation, pour les raisons déjà signalées, à se charger lui-même de cette tâche opérationnelle. Dans la plupart des titrisations conventionnelles, la gestion des actifs sous-jacents revient à l'*originator*, car il est souvent le plus compétent pour continuer cette tâche et dispose déjà des ressources humaines nécessaires. Enrichi des actifs monétaires obtenus lors de la cession des actifs à l'organisme de titrisation, il aura aussi normalement les ressources financières suffisantes pour se livrer à cette commercialisation qui devra, désormais, être effectuée au bénéfice de l'organisme de titrisation et, indirectement, des investisseurs.

Dans ce contexte, il est dans l'intérêt des investisseurs que l'exploitant des actifs sous-jacents soit débiteur d'une obligation de commercialisation particulièrement précise et étendue. L'inexécution de cette obligation pourrait donner lieu à une indemnité contractuelle au profit de l'organisme de titrisation et/ou à un amortissement anticipé des titres.

### 5. La garantie des titres par un assureur monoline

Afin de gagner la confiance des investisseurs, il peut être nécessaire de prévoir des garanties supplémentaires prenant la forme d'une couverture financière des titres. Une technique courante en matière de titrisation consiste, pour un véhicule de titrisation, à obtenir une garantie financière de la part d'un assureur *monoline* sur le paiement du capital et des intérêts des titres obligataires qu'il émet<sup>100</sup>. Cette pratique s'est déployée dans tous les types d'opérations de titrisation, quelle que soit la nature de l'actif sous-jacent. En cas d'impayé des titres, l'assureur *monoline* se substituera à l'organisme de titrisation pour rémunérer les investisseurs. Si les titres émis par l'organisme de titrisation font l'objet d'une notation par une agence, telle que Moody's, Fitch ou Standard & Poor's, la note des titres est susceptible de dépendre fortement de la note attribuée à l'assureur *monoline* et de la qualité de la garantie. L'efficacité de cette protection dépend des stipulations contractuelles de la police d'assurance, notamment d'un éventuel plafond, et de la solvabilité de l'assureur *monoline*. Le recours à une assurance *monoline* ne sera néanmoins concevable que si le volume du portefeuille d'actifs titrisés est suffisamment rentable, compte tenu des coûts importants liés au paiement des primes.

## 4

### Conclusion générale

Les organismes de titrisation luxembourgeois nous apparaissent pouvoir acquérir directement des biens tangibles, tels que des œuvres d'art. Le développement d'organismes de titrisation d'œuvres d'art semble possible dans le cadre législatif actuel, sous bénéfice des discussions que l'arrangeur pourrait engager avec l'autorité de régulation financière luxembourgeoise, y compris lorsque l'organisme de titrisation n'a pas vocation à être agréé. Ces véhicules ne sont pas dénués d'atouts, que ce soit sur le plan juridique ou fiscal. La place financière pourrait certainement tirer profit de l'expertise qui s'est développée à la fois dans la création d'organismes de titrisation et dans les fonds en art. Les organismes de titrisation d'œuvres d'art sont susceptibles de répondre aux attentes de certains investisseurs avertis (institutionnels, fonds de *private equity*, *hedge funds*, etc.) Outre la complexité juridique du montage, les difficultés de constitution d'une titrisation d'œuvres d'art sont d'ordre pratique : l'*originator*, assisté de son arrangeur, devra parvenir à convaincre les investisseurs de la qualité des actifs qui seront transférés à l'organisme de titrisation après l'émission des titres et, éventuellement, lors du rechargement de l'organisme. Dans cette perspective, l'*originator* doit d'ores et déjà détenir un portefeuille d'actifs artistiques présentant de sérieuses chances de produire les revenus attendus pour espérer recueillir des *soft commitments* de la part des investisseurs. Ces œuvres d'art doivent avoir la particularité d'avoir déjà été mises sur la circulation dans le marché pour un prix élevé, à plusieurs reprises et à une période récente<sup>101</sup>. Le succès de la titrisation reposera très certainement en large partie sur la qualité et la fiabilité de l'évaluation. Mais comment estimer la valeur financière d'une œuvre d'art, laquelle ne bénéficie actuellement d'aucun marché organisé ? La création d'une bourse d'œuvres d'art, qui était l'un des projets d'*Art & Finance* au Luxembourg<sup>102</sup>, permettrait de faciliter les comparaisons, sans qu'il soit possible d'éluder que c'est pour son originalité et, par là même, son absence de fongibilité, qu'une œuvre dispose d'une valeur intellectuelle, elle-même source de valeur financière, puisque ce bien a vocation, *in fine*, à être acheté par — ou exposé pour — un amateur d'art. Il n'en demeure pas moins que l'affirmation d'Andy Warhol, que nous citons en ouverture de cet article, paraît exacte et pourrait être complétée par l'idée qu'il existe aussi un art juridique d'offrir un investissement dans l'art.

Alexandre QUIQUEREZ

Docteur en droit de l'Université du Luxembourg  
et de l'Université de Poitiers  
Maître de conférences en droit  
à l'Université de Lyon 2

(97) Ces critères sont généralement établis dans le *private placement memorandum*.

(98) C. MCANDREW, *Fine art and high finance*, Chichester, Wiley, 2010, p. 200.

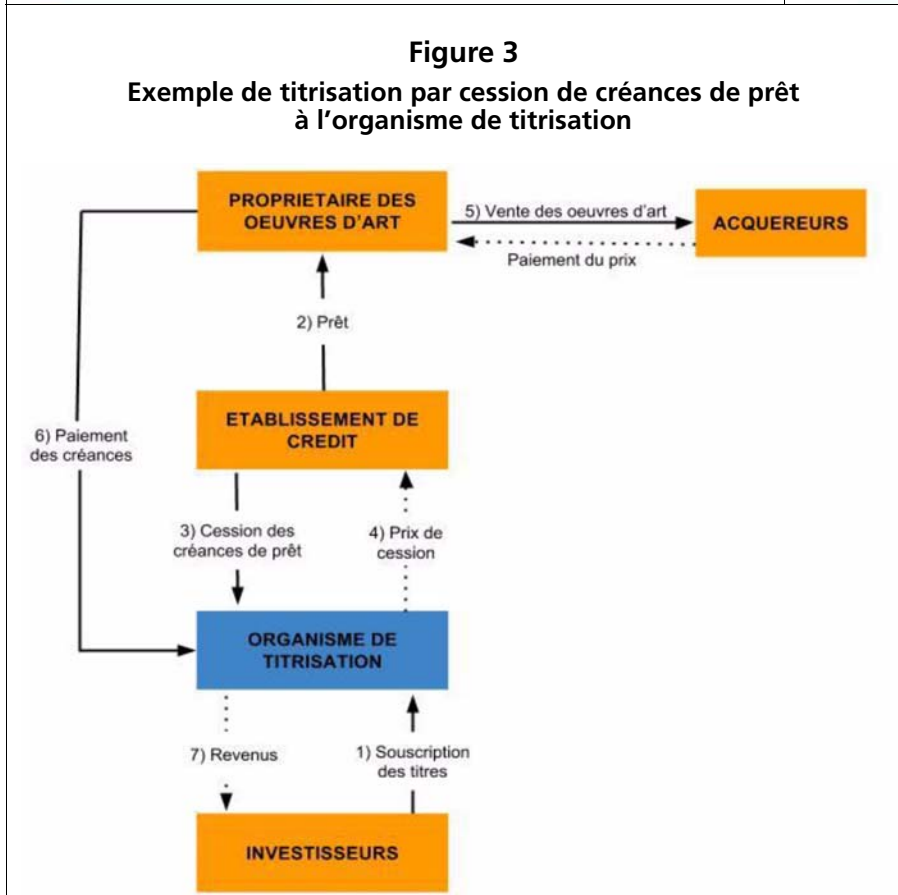
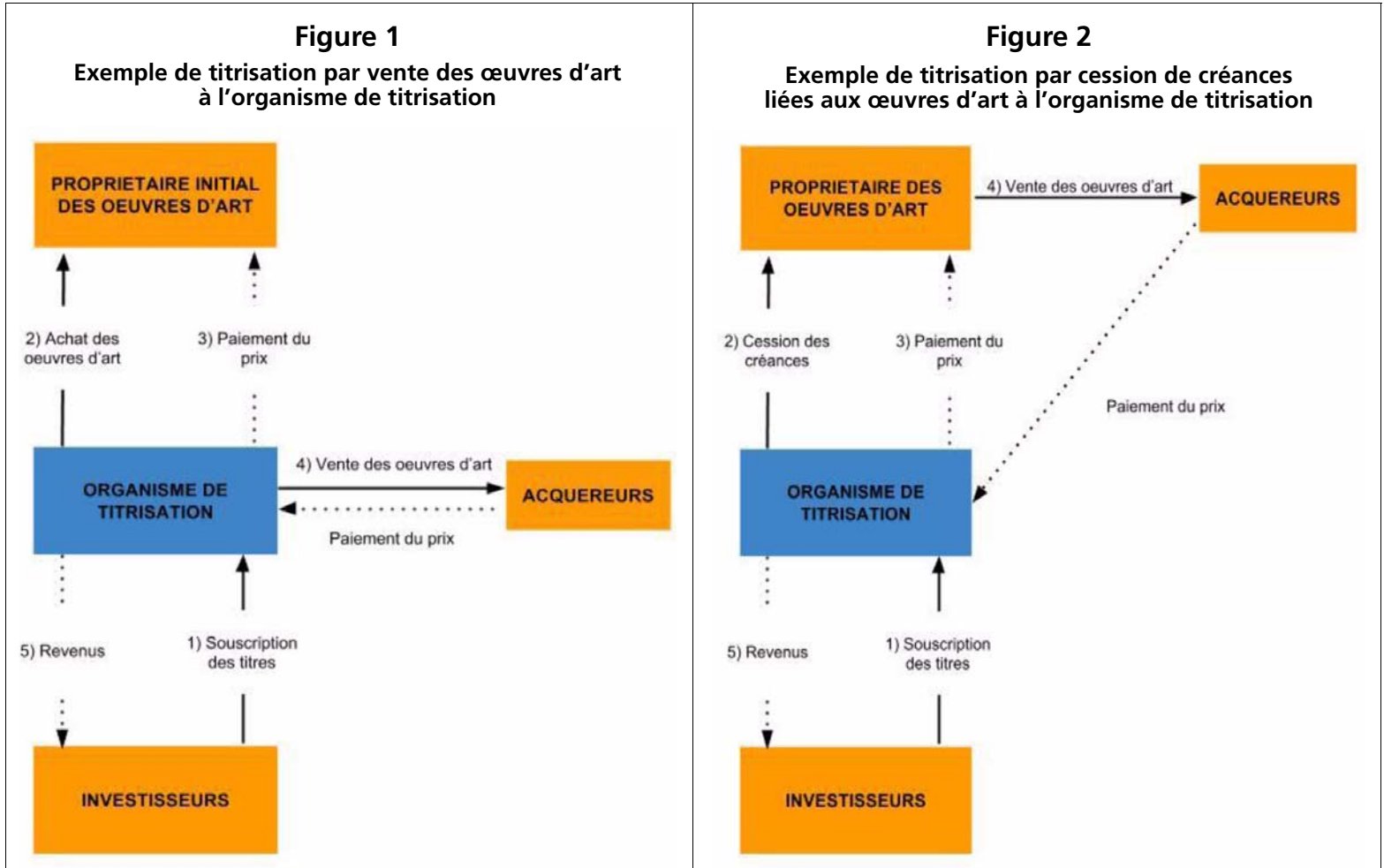
(99) M. BRIGNOLE-SARACCO, *L'assurance des objets d'art*, Paris, Argus, 1999.

(100) C. AUSTIN STONE et A. ZISSU, *The securitization markets handbook*, Chichester, Wiley, 2012, p. 385.

(101) A. G. KORTEWEG, R. KRÄUSSL et P. VERWIJMEREN, « Does it Pay to Invest in Art ? A Selection-Corrected Returns Perspective », 15 octobre 2014, SSRN : <http://ssrn.com/abstract=2280099> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2280099>.

(102) P. SORLUT, *Finance et art : une stratégie nationale, op. cit.* ; voir également l'exemple original d'une bourse d'œuvres d'art créée en France : <http://www.myartinvest.com>.

**Annexe :**  
**exemples simplifiés de montages envisageables**<sup>103</sup>



(103) Les numéros indiquent l'ordre théorique de réalisation des opérations, étant précisé qu'il peut varier en fonction de chaque titrisation.