

Projet de loi

**portant modification de la loi modifiée du 22 mars 2004
relative à la titrisation**

Avis du Conseil d'État

(13 octobre 2026)

En vertu de l'arrêté du 8 juin 2026 du Premier ministre, le Conseil d'État a été saisi pour avis du projet de loi sous rubrique, élaboré par le ministre des Finances.

Au texte du projet de loi étaient joints un exposé des motifs, un commentaire des articles, un texte coordonné, par extraits, de la loi que le projet de loi sous rubrique vise à modifier, une fiche financière, une fiche d'évaluation d'impact ainsi qu'un « check de durabilité – Nohaltegkeetscheck ».

Considérations générales

Le projet de loi sous rubrique vise à modifier la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

Le projet s'inscrit dans le prolongement de la réforme opérée par la loi du 25 février 2022¹ et entend procéder à une modernisation ciblée du cadre luxembourgeois de la titrisation.

Le Conseil d'État constate que la réforme proposée ne remet pas en cause l'architecture générale de la loi précitée du 22 mars 2004. Elle intervient, pour l'essentiel, sur des points d'amélioration du dispositif identifiés par la pratique depuis la réforme de 2022 : diversification des moyens de financement, protection des actifs des fonds de titrisation en cas de défaillance de la société de gestion, actualisation des références aux procédures collectives, investissements entre compartiments, garanties et sûretés, gestion active des paniers de risques et règles légales de subordination.

¹ Loi du 25 février 2022 portant 1° modification de la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation et portant modification de - la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier - la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier - la loi du 27 juillet 2003 sur le trust et les contrats fiduciaires - la loi modifiée du 4 décembre 1967 relative à l'impôt sur le revenu - la loi modifiée du 16 octobre 1934 concernant l'impôt sur la fortune - la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée ; 2° modification de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier ; 3° modification de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises ; 4° modification de la loi du 16 juillet 2019 portant mise en œuvre des règlements EuVECA, EuSEF, MMF, ELTIF et Titrisation STS ; 5° mise en œuvre du règlement (UE) 2020/1503 du Parlement européen et du Conseil du 7 octobre 2020 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entrepreneurs, et modifiant le règlement (UE) 2017/1129 et la directive (UE) 2019/1937.

Le Conseil d'État peut souscrire à l'objectif consistant à adapter le régime juridique pour les titrisations de façon qu'il demeure suffisamment souple pour rester compétitif. Il relève toutefois que la recherche de flexibilité ne saurait se faire au détriment du principe de l'accessibilité et de l'intelligibilité de la règle de droit, qui garantit que les personnes visées par la règle de droit peuvent y accéder et la comprendre. Dans cette perspective, il conviendra d'éviter la substitution à des catégories juridiques clairement identifiables de notions ouvertes qui iraient dans le sens d'une flexibilité excessive, et cela au détriment du principe rappelé ci-dessus.

Le Conseil d'État concède que les auteurs du projet de loi ont essayé de trouver un juste équilibre entre les deux considérations et qu'il convient d'apprécier le dispositif au vu du fait que le texte s'adresse à des professionnels. Il aura l'occasion de revenir à cet aspect du projet de loi lors de son examen des articles.

Examen des articles

Article 1^{er}

L'article 1^{er}, points 1^o à 4^o, du projet de loi modifie les dispositions définissant les modalités par lesquelles un organisme de titrisation finance l'acquisition ou la prise en charge des risques. Le projet ajoute aux émissions d'instruments financiers et aux emprunts la notion de toute forme de « financement » et celle de « tout autre engagement financier ». Il introduit par ailleurs une exigence spécifique pour les opérations donnant lieu à une offre au public, les opérations en question ne pouvant être financées que par l'émission d'instruments financiers.

Le Conseil d'État comprend que les auteurs entendent couvrir des techniques qui ne tombent pas dans le champ des notions d'emprunt ou d'émission d'instruments financiers, et cela pour répondre aux contraintes propres à certains segments d'investissement, notamment la finance islamique, où le recours aux prêts et aux instruments financiers traditionnels n'est pas admis.

Le Conseil d'État constate que l'approche choisie par les auteurs du projet de loi tranche singulièrement avec celle du texte en vigueur, qui se réfère à des notions dont le droit financier donne des définitions claires.

Les nouvelles notions utilisées dans le texte sont en effet d'une généralité telle qu'il est difficile d'en circonscrire les limites.

Le Conseil d'État en est dès lors à se demander si, en l'occurrence, l'objectif du projet de loi, qui est de combiner flexibilité et accessibilité, est atteint.

Par ailleurs, la méthode utilisée par les auteurs s'expose encore à la critique, vu que les notions très générales qui sont ajoutées aux définitions données par le titre I de la loi précitée du 22 mars 2004 peuvent être considérées comme englobant les notions plus précises figurant actuellement dans la loi précitée du 22 mars 2004 et qui continueront à figurer dans la loi.

Le Conseil d'État note que la loi actuellement en vigueur donne en plus une définition des notions qu'elle met en avant. Il est renvoyé au paragraphe 4 de l'article 1^{er} de la loi précitée du 22 mars 2004, qui se réfère pour la définition de la notion d'« instruments financiers » à la définition figurant à l'article 1^{er}, point 8, de la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière.

Le Conseil d'État conçoit qu'il est impossible aux auteurs du projet de loi d'énumérer de façon détaillée et précise les mécanismes de financement des opérations de titrisation dans la loi. Une approche alternative qui garantirait la flexibilité nécessaire consisterait à s'en tenir à la définition, au niveau de la loi, des éléments communs qui caractérisent les opérations de titrisation et qui en forment la substance pour ensuite renvoyer à un règlement grand-ducal qui pourra définir de façon flexible les mécanismes de financement. Ces éléments structurants de l'opération de titrisation figurent d'ores et déjà à l'article 1^{er} de la loi précitée du 22 mars 2004 : elle doit avoir pour fonction de financer, directement ou indirectement, l'acquisition ou la prise en charge des risques titrisés, et le remboursement ou l'exécution de l'engagement doit dépendre, selon l'économie de la titrisation, des actifs ou risques concernés.

Le Conseil d'État note enfin que le projet limite, en cas d'offre au public, le financement de l'opération à l'émission d'instruments financiers. Le Conseil d'État comprend que cette limitation vise à réserver les structures en question à des investisseurs avertis. La même notion d'offre au public est utilisée à l'article 6 du projet de loi, où les auteurs précisent au commentaire des articles qu'ils visent les « investisseurs professionnels ou sophistiqués ». Le Conseil d'État suggère de prévoir que, dans tous les cas, les émissions offertes aux clients de détail qui n'ont pas le statut d'« investisseur averti » peuvent uniquement être financées par l'émission d'instruments financiers.

Article 2

L'article sous examen complète l'article 17 de la loi précitée du 22 mars 2004 afin de préciser que, lorsque la société de gestion d'un fonds de titrisation fait faillite, les actifs du fonds ne font pas partie de la masse de la société de gestion et ne peuvent être utilisés pour désintéresser les créanciers propres de celle-ci.

Le Conseil d'État approuve le principe de cette clarification, qui correspond à la logique patrimoniale du fonds et rapproche le dispositif de solutions retenues dans la législation relative aux organismes de placement collectif.

Il estime toutefois que la disposition devrait viser non seulement la faillite, mais, plus largement, les autres procédures susceptibles d'affecter la société de gestion. Si l'objectif est d'affirmer une règle de séparation patrimoniale de portée générale, celle-ci ne devrait pas dépendre de l'ouverture d'une procédure déterminée. Le Conseil d'État recommande dans cette perspective une formulation centrée sur l'absence d'appartenance des actifs du fonds au patrimoine de la société de gestion, ce dont les conséquences en cas de procédure collective découleraient ensuite naturellement.

Article 3

Sans observation.

Article 4

Le nouvel article 59-1 qui est inséré dans la loi précitée du 22 mars 2004 à travers l'article 4 du projet de loi autorise un compartiment d'un organisme de titrisation à investir directement ou indirectement dans un ou plusieurs autres compartiments du même organisme, sous réserve que cette possibilité soit prévue par les documents constitutifs, le règlement de gestion et les documents d'émission pertinents. Il interdit certaines situations de circularité et préserve, pour les investissements de nature obligataire ou assimilés, les droits du compartiment investisseur en écartant la confusion prévue à l'article 1300 du Code civil et en faisant ainsi prévaloir l'autonomie patrimoniale des compartiments sur l'unité de personnalité juridique de la société qui opère la titrisation.

Le Conseil d'État peut marquer son accord avec la reconnaissance expresse dans la loi d'une pratique dont l'utilité économique est établie, plusieurs législations spéciales applicables à des véhicules d'investissement multi-compartiments la prévoyant d'ailleurs déjà à l'heure actuelle. En tout état de cause, une base légale est préférable à une construction reposant uniquement sur l'interprétation de l'autonomie des compartiments.

Le Conseil d'État s'interroge cependant sur la notion d'investissement indirect. Celle-ci pourrait viser un investissement réalisé par l'intermédiaire d'un autre compartiment, d'une filiale ou d'un véhicule tiers. Il conviendrait de veiller à ce que l'investissement indirect soit clairement rattaché à une exposition économique identifiable au compartiment cible.

La règle anti-circularité, telle qu'elle est formulée par la deuxième phrase du paragraphe 1^{er} du nouvel article 59-1, paraît viser essentiellement une relation réciproque entre deux compartiments de l'organisme de titrisation. Se pose dès lors la question si elle suffira à empêcher une boucle faisant intervenir plus de deux compartiments. Le Conseil d'État considère que, si l'objectif est d'éviter toute circularité, la loi devrait viser l'investissement dans un compartiment qui détient, directement ou indirectement, une exposition au compartiment investisseur. Une telle rédaction permettrait d'appréhender les chaînes de détention sans devoir en énumérer les formes. Même si la deuxième phrase du nouvel article 59-1, paragraphe 1^{er}, crée un lien avec la première phrase du même paragraphe, phrase qui vise l'investissement direct ou indirect dans un ou plusieurs autres compartiments du même organisme de titrisation, il serait indiqué de préciser le texte de la deuxième phrase dans le sens proposé par le Conseil d'État.

Le maintien des droits, entre autres de vote, du compartiment investisseur peut conduire les organes de la même personne morale à exercer des droits attachés à une créance contre un autre compartiment. Le projet de loi gagnerait à préciser la manière dont sont traités les conflits d'intérêts, en particulier dans le cas d'une modification des conditions de l'émission, d'une accélération de la dette, d'une renonciation à un droit ou d'une procédure de réalisation. Si le Conseil d'État n'estime pas nécessaire de fixer en l'occurrence dans la loi toutes les règles de gouvernance, il recommande

cependant que les documents constitutifs soient tenus de prévoir comment sont gérés ces conflits lorsqu'un investissement entre compartiments est opéré.

Article 5

Le point 1° de l'article sous revue vise à modifier l'article 61, paragraphe 2, de la loi précitée du 22 mars 2004 afin de mettre à jour les références aux procédures collectives telles qu'elles résultent de la loi modifiée du 28 octobre 2022 portant création de la procédure de dissolution administrative sans liquidation² et de la loi du 7 août 2023 relative à la préservation des entreprises et portant modernisation du droit de la faillite. Le point 1° s'inscrit ainsi dans la logique des modifications apportées à l'article 18, deuxième tiret, de la loi précitée du 22 mars 2004, par l'article 3 de la loi en projet.

En ce qui concerne le libellé de l'article 61, paragraphe 2, dans sa nouvelle teneur, le Conseil d'État constate que l'énumération détaillée des instances dont les prétentions ne peuvent faire obstacle au droit de l'organisme de titrisation de réclamer les sommes encaissées pour son compte avant l'ouverture de la procédure est complétée par une référence à « tout autre organe similaire », sans que les auteurs du projet de loi s'expliquent au sujet de cet ajout. Le Conseil d'État, pour sa part, n'en voit pas l'intérêt et propose de l'omettre.

Le point 2° de l'article sous revue tend à conférer une nouvelle teneur à l'article 61, paragraphe 3, de la loi précitée du 22 mars 2004 afin de clarifier le régime d'octroi des garanties et sûretés applicable aux organismes de titrisation.

La disposition sous avis reprend tout d'abord le principe qui figure déjà dans la loi précitée du 22 mars 2004 et selon lequel l'organisme de titrisation peut constituer des sûretés ou accorder des garanties sur ses biens pour couvrir ses propres engagements.

Elle élargit cependant ensuite le champ desdites sûretés et des garanties en y englobant la garantie des engagements d'un tiers directement ou indirectement liés à l'opération de titrisation ou encore des engagements d'un tiers dans le cadre d'un investissement direct ou indirect dans l'opération de titrisation.

² Loi modifiée du 28 octobre 2022 portant création de la procédure de dissolution administrative sans liquidation et modifiant : 1° le Code de commerce ; 2° le Nouveau Code de procédure civile ; 3° la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises ; 4° la loi modifiée du 19 décembre 2008 ayant pour objet la coopération interadministrative et judiciaire et le renforcement des moyens de l'Administration des contributions directes, de l'Administration de l'enregistrement et des domaines et de l'Administration des douanes et accises et portant modification de - la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée ; - la loi générale des impôts (« Abgabenordnung ») ; - la loi modifiée du 17 avril 1964 portant réorganisation de l'Administration des contributions directes ; - la loi modifiée du 20 mars 1970 portant réorganisation de l'Administration de l'enregistrement et des domaines ; - la loi modifiée du 27 novembre 1933 concernant le recouvrement des contributions directes et des cotisations d'assurance sociale ; 5° la loi modifiée du 25 mars 2020 instituant un système électronique central de recherche de données concernant des comptes de paiement et des comptes bancaires identifiés par un numéro IBAN et des coffres-forts.

Le commentaire des articles se limite à expliquer que la réforme de la loi précitée du 22 mars 2004 entreprise en 2022 a élargi les modes de financement des organismes de titrisation, faisant évoluer les structures de financement et entraînant un besoin de clarification.

Le Conseil d'État estime que la formule permettant de garantir les engagements d'un tiers « directement ou indirectement liés à l'opération de titrisation » risque d'être trop indéterminée si elle n'est assortie d'aucun critère matériel. Le mot « indirectement » peut en effet couvrir une chaîne contractuelle d'une longueur indéfinie. La disposition devrait exiger un lien fonctionnel substantiel avec la structuration, le financement, la couverture, la détention, la gestion ou la réalisation des risques titrisés.

La même observation vaut pour la garantie d'obligations d'un tiers dans le cadre d'un investissement direct ou indirect dans l'opération. Quels tiers sont visés en l'occurrence par le dispositif ? Sont visées les obligations d'un investisseur, d'un prêteur à l'investisseur, d'une entité de couverture ou d'un véhicule intermédiaire ? Une clarification serait la bienvenue pour apprécier si l'extension demeure compatible avec l'objet spécialisé de l'organisme de titrisation.

Lorsque notamment la sûreté est consentie sur les avoirs d'un compartiment déterminé, il conviendrait de s'assurer que le texte ne permet pas, par le jeu d'un lien indirect, de mettre les actifs de ce compartiment comme sûreté au service d'une obligation qui ne présente pas un rapport économique suffisamment étroit avec ses investisseurs ou ses risques. Le principe de compartimentation perdrait une partie de son utilité si les actifs pouvaient être grevés au profit d'opérations étrangères à l'économie du compartiment.

Cela dit, le Conseil d'État part de l'hypothèse que les auteurs entendent en l'occurrence consacrer des pratiques du marché qui se sont développées depuis la réforme de 2022 et qu'ils n'entendent pas se départir des éléments structurants de l'opération de titrisation figurant à l'article 1^{er} de la loi précitée du 22 mars 2004. Il renvoie encore à ses considérations concernant l'accessibilité et l'intelligibilité de la norme de droit formulées en introduction au présent avis.

Article 6

L'article sous revue vise tout d'abord à remplacer l'article 61-1 de la loi précitée du 22 mars 2004 afin de clarifier les conditions dans lesquelles une gestion active d'un panier de risques titrisés par un organisme de titrisation est admissible. Cette clarification serait en effet devenue nécessaire au vu du fait que « certaines juridictions admettent depuis longtemps qu'une gestion active des portefeuilles détenus par des organismes de titrisation soit possible, y compris lorsque ces portefeuilles détiennent des positions en actions ».

Le Conseil d'État constate que l'article 61-1 de la loi précitée du 22 mars 2004, dans sa nouvelle mouture, ne définit en fait pas de façon positive les conditions dans lesquelles une gestion active d'un panier de risques titrisés est admissible.

Au niveau de son alinéa 1^{er}, il est en effet précisé que la titrisation d'un panier de risques qui est géré activement par l'organisme de titrisation ne peut se faire qu'à la condition que les instruments financiers émis pour financer l'acquisition du panier en question ne soient pas offerts au public. L'article 61-1, alinéa 2, énumère ensuite de façon limitative un certain nombre d'opérations qui ne relèvent pas de la gestion active. À la lecture du commentaire des articles, le Conseil d'État comprend que cette partie du dispositif vise essentiellement l'hypothèse d'un portefeuille d'actifs titrisés qui est géré passivement.

Le Conseil d'État note ensuite que le champ d'application de la disposition est modifié en ce sens que la référence exclusive aux titres de créance, instruments financiers de dettes et de créances est remplacée à l'article 61-1, alinéa 1^{er}, par une référence au financement de l'opération de titrisation par des instruments financiers, sans que cette modification ne fasse l'objet d'un commentaire.

En ce qui concerne l'alinéa 2, le Conseil d'État relève l'utilisation de notions très générales comme celles de « risque avéré de défaut » (point 1) ou encore d'« ajustement marginal » (point 7) qui peuvent donner lieu à des interprétations divergentes. Par ailleurs, l'énumération limitative d'opérations qui ne relèvent pas de la gestion active comporte le risque de voir des opérations économiquement comparables, mais non visées, être considérées comme constituant des opérations de gestion active.

En vue de clarifier le dispositif, le Conseil d'État suggère de restructurer la disposition en adoptant l'ordre suivi par les auteurs du projet de loi dans leur commentaire.

Dans un premier temps, il conviendra de cerner la notion de « gestion active » en mettant en avant un critère général permettant de distinguer les opérations actives de celles qui sont passives. Le Conseil d'État estime qu'un critère fonctionnel qui ferait rentrer dans le champ des décisions de gestion active les décisions qui ont pour objectif de modifier le profil de rendement ou de risque du portefeuille pourrait remplir cette fonction.

Dans un deuxième temps, le texte procéderait à une énumération non limitative d'ajustements au portefeuille qui relèveront de la gestion passive. Au niveau du point 7, le dispositif pourrait être amélioré en y précisant que le caractère « marginal » de l'ajustement, qui dépend nécessairement de la taille, de la nature et de la durée du portefeuille, s'apprécie au regard de l'économie de l'opération, des documents d'émission et de l'absence de modification substantielle du profil de risque convenu avec les investisseurs.

Enfin, et dans un troisième temps, le texte préciserait, dans un souci de protection des investisseurs, que la gestion active n'est permise que lorsque les instruments financiers émis ne sont pas offerts au public. En ce qui concerne la notion d'« offre au public », il est renvoyé aux observations formulées à l'endroit de la même notion utilisée au niveau de l'article 1^{er}, paragraphe 1^{er}, de la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation tel que reformulé par le projet de loi sous avis.

Pour ce qui est de la rédaction projetée de l'article 61-1, alinéa 2, point 7, il conviendrait de l'adapter pour lui donner le sens voulu :

« 7. l'ajustement marginal de la composition du portefeuille, de l'allocation des actifs, de l'exposition au risque ou de la durée d'investissement. »

Article 7

Sans observation.

Observations d'ordre légistique

Intitulé

Il n'y a pas lieu de rédiger des parties de l'intitulé en lettres majuscules.

Article 1^{er}

Les points 3° et 4° sont à renuméroter en points 2° et 3°.

Article 2

À l'article 17, première phrase, à insérer, la formule « du ou des » est à écarter. Il y a lieu de recourir au pluriel pour viser indistinctement un ou plusieurs éléments. Par ailleurs, il convient de supprimer la virgule après les mots « de la présente loi ».

Article 4

À l'article 59-1, paragraphe 2, première phrase, à insérer, en ce qui concerne l'emploi du mot « notamment », le Conseil d'État signale que si celui-ci a pour but d'illustrer un principe établi par le texte, il est à écarter comme étant superfétatoire. Une énonciation d'exemples est en effet sans apport normatif.

Article 6

À l'article 61-1, alinéa 2, point 3, dans sa teneur proposée, il faut écrire correctement « non conformes » sans trait d'union.

À l'alinéa 2, point 6, dans sa teneur proposée, il est signalé qu'aux énumérations, le mot « et » est à omettre à l'avant-dernier élément comme étant superfétatoire. Cette observation vaut également pour l'article 7, à l'article 64, paragraphe 1^{er}, point 5°, dans sa teneur proposée.

Article 7

Il est recommandé d'omettre le point après les mots « organisme de titrisation » et après les mots « entre eux ».

Pour une meilleure lisibilité et dans le respect des règles relatives à la présentation des énumérations, il convient d'introduire un deux-points après le mot « subordonnés » et d'énumérer les différents éléments en insérant à chaque fois un passage à la ligne. Par ailleurs, les lettres (i) et (ii) sont à remplacer par des lettres a) et b), pour écrire :

- « a) aux instruments financiers de dette à rendement fixe ; ~~et~~
- b) aux instruments financiers de dette rémunérés par un intérêt calculé sur la base d'un taux de référence assorti d'une marge, ces deux derniers instruments financiers de dette ayant un rang égal entre eux. »

Ainsi délibéré en séance plénière et adopté à l'unanimité des 17 votants,
le 13 octobre 2026.

Le Secrétaire général,

s. Marc Besch

Le Président,

s. Marc Thewes