Luxembourg, le 21 octobre 2026

Objet : Projet de loi n°8761[1] portant modification de la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation. (7160GKA)

Saisine : Ministre des Finances
(8 juin 2026)

Avis de la Chambre de Commerce

Le projet de loi sous avis (ci-après le « Projet ») a pour objet de modifier, de manière ciblée, certaines dispositions de la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation afin de la moderniser et ainsi offrir aux opérateurs une flexibilité accrue et une sécurité juridique renforcée pour la réalisation d'opérations de titrisation en droit luxembourgeois, tout en veillant à garantir une protection efficace des investisseurs.

En bref

- La Chambre de Commerce salue le Projet qui vise à modifier de manière ciblée certaines dispositions de la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation afin de la moderniser et ainsi offrir aux opérateurs une flexibilité accrue et une sécurité juridique renforcée pour la réalisation d'opérations de titrisation en droit luxembourgeois, tout en veillant à garantir une protection efficace des investisseurs.

- La Chambre de Commerce est en mesure d'approuver le projet de loi sous avis.

Considérations générales

Ce Projet vise à apporter des adaptations ciblées à la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation afin d'en moderniser le cadre juridique. Il entend ainsi offrir aux acteurs du marché une plus grande flexibilité dans la structuration et la réalisation des opérations de titrisation en droit luxembourgeois, tout en renforçant la sécurité juridique et en assurant un niveau élevé de protection des investisseurs.

[1] Lien vers le projet de loi sous avis sur le site de la Chambre des Députés

Les modifications proposées par le Projet concernent notamment les modalités de financement des organismes de titrisation, la mise à jour de certaines dispositions relatives aux procédures collectives, le régime applicable à la gestion active des portefeuilles de risques titrisés, ainsi que l'introduction, sous certaines conditions, de la faculté pour un compartiment d'un organisme de titrisation d'investir dans un autre compartiment du même organisme.

Le Projet prévoit également de renforcer la clarté du cadre juridique applicable à l'octroi de sûretés par les organismes de titrisation et d'apporter des précisions quant aux règles de subordination.

La Chambre de Commerce accueille favorablement le Projet qu'elle considère comme une nouvelle étape pertinente et proportionnée dans la modernisation du cadre luxembourgeois de la titrisation. La Chambre de Commerce se doit de saluer en particulier l'élargissement des modes de financement accessibles aux organismes de titrisation, notamment afin de répondre aux besoins des structures de finance islamique, la clarification des conditions d'octroi de sûretés et de garanties, l'extension des possibilités de gestion active des portefeuilles de risques titrisés ainsi que la précision apportée aux règles de subordination applicables entre instruments financiers. La Chambre de Commerce se félicite également du fait que ces assouplissements soient, lorsqu'il y a lieu, encadrés de manière à préserver la protection des investisseurs, notamment en réservant certaines des nouvelles options aux opérations qui ne sont pas offertes au public.

Force est de constater que les adaptations proposées par le Projet visent à répondre à certaines difficultés pratiques rencontrées par les opérateurs dans la structuration des opérations de titrisation et à accompagner l'évolution du marché. Elles tendent notamment à offrir une plus grande souplesse dans les modalités de financement tout en assurant un meilleur alignement du cadre luxembourgeois avec les pratiques observées dans d'autres places financières.

Commentaire des articles

Concernant l'article 1er

Comme indiqué dans le commentaire de l'article 1er du Projet, ce dernier introduit une adaptation ciblée des moyens de financement auxquels les organismes de titrisation peuvent avoir recours. Ainsi, les organismes de titrisation pourront se financer, outre que par l'émission d'instruments financiers classiques ou par le recours à l'emprunt, aussi par « *le financement et tout autre engagement financier* ». Cette modification répond à une demande croissante des acteurs du marché confrontés à des contraintes spécifiques dans certains segments d'investissement. Tel est notamment le cas dans le cadre de la finance islamique où le recours aux prêts et aux instruments financiers traditionnels est proscrit.

La Chambre de Commerce accueille favorablement l'introduction des notions élargies de « *financement* » et de « *tout autre engagement financier* » et relève que le Projet réserve ces nouvelles possibilités de financement aux placements privés. Les organismes de titrisation qui offrent des instruments au public demeurent ainsi soumis à l'exigence actuelle de se financer exclusivement par l'émission d'instruments financiers.

La Chambre de Commerce considère cette distinction comme appropriée, dans la mesure où les placements privés sont destinés à des investisseurs professionnels ou avertis, davantage à même d'apprécier les caractéristiques et les risques associés à des structures de financement non traditionnelles.

Concernant l'article 2

L'article 2 du Projet propose de clarifier qu'en cas de faillite de la société de gestion, les actifs du ou des fonds de titrisation gérés par celle-ci ne font pas partie de la masse de la société de gestion, et ne peuvent ainsi être utilisés pour désintéresser les créanciers de la société de gestion. Ainsi, les créanciers de la société de gestion sont exclus de tout recours sur les actifs du ou des fonds de titrisation pour le recouvrement de leurs créances.

La Chambre de Commerce salue cette clarification qui propose de renforcer le caractère « *bankruptcy remote* » des fonds de titrisation et rapproche davantage leur régime des règles applicables aux fonds d'investissement. Ce cantonnement légal des droits et obligations entre compartiments est de nature à renforcer la sécurité juridique des opérations, à accroître la confiance des investisseurs, des agences de notation et des prêteurs, et à conforter la position du Luxembourg comme place de référence pour les opérations de titrisation réalisées au moyen de fonds de titrisation.

Concernant l'article 3

A titre de remarque préalable, il convient de rappeler que la loi du 7 août 2023 relative à la préservation des entreprises et portant modernisation du droit de la faillite abroge certaines procédures collectives comme le concordat et la gestion contrôlée et les remplace par, notamment, la procédure de réorganisation judiciaire et la réorganisation par accord amiable.

Ainsi, l'article 3 du Projet propose de refléter ces changement et précise désormais que *« les fonctions de la société de gestion à l'égard du fonds de titrisation prennent fin (…) lorsque la société de gestion a été déclarée en faillite, fait l'objet d'une procédure de dissolution administrative sans liquidation, d'une procédure de réorganisation judiciaire, d'une réorganisation par accord amiable, d'une procédure de sursis de paiement, d'une mesure analogue ou d'une mise en liquidation (…).* ».

La Chambre de Commerce ne peut qu'accueillir favorablement le remplacement des références devenues obsolètes à certaines procédures collectives. En effet, cet alignement garantit une lecture cohérente du régime des procédures collectives applicable et contribuera à renforcer la prévisibilité juridique pour les acteurs du marché lorsqu'une partie à une opération de titrisation est soumise à une procédure d'insolvabilité ou de restructuration.

Concernant l'article 4

L'article 4 du Projet prévoit qu'un compartiment d'un organisme de titrisation serait désormais autorisé, conformément aux conditions prévues aux statuts, règlements et documents d'émission, à investir directement ou indirectement dans un ou plusieurs autres compartiments du même organisme de titrisation. Toutefois, un compartiment ne peut pas investir dans un autre compartiment lorsque ce dernier compartiment a déjà un investissement en cours dans le premier compartiment.

La Chambre de Commerce note l'introduction de ces nouvelles dispositions qui autorisent les investissements entre compartiments. Elle relève que cette faculté est déjà reconnue par plusieurs législations spéciales applicables aux véhicules d'investissement à compartiments multiples, notamment la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et la loi modifiée du 23 juillet 2016 relative aux fonds d'investissement alternatifs réservés. En pratique, cette possibilité vise à permettre de mettre en place des structures plus efficientes au sein d'un même véhicule à compartiments multiples et contribuerait à réduire le nombre de véhicules nécessaires, les coûts de constitution, le recours à des contrats intragroupe ainsi que certaines complexités opérationnelles.

La Chambre de Commerce salue l'introduction d'un mécanisme visant à prévenir les situations de circularité ainsi que la confirmation selon laquelle le compartiment investisseur conserve l'intégralité de ses droits de créancier, y compris les droits de vote et le droit de percevoir les produits financiers correspondants. Enfin, l'exclusion expresse de l'application de l'article 1300 du Code civil[2] dissipe toute incertitude quant à la validité des créances et dettes existant entre compartiments d'un même organisme de titrisation.

Concernant l'article 5

L'article 5 du Projet vise principalement à clarifier le régime d'octroi des garanties et sûretés applicable aux organismes de titrisation. A cet égard, il précise qu'un organisme de titrisation peut accorder des garanties ou sûretés afin de (i) couvrir ses propres engagements, (ii) garantir les engagements d'un tiers directement ou indirectement liés à l'opération de titrisation ou (iii) garantir les engagements d'un tiers dans le cadre d'un investissement direct ou indirect dans l'opération de titrisation.

La Chambre de Commerce salue la clarification apportée quant aux circonstances dans lesquelles un organisme de titrisation peut consentir des sûretés ou accorder des garanties sur ses biens. Elle estime que cette précision présente une réelle valeur pratique, en particulier dans le cadre des opérations financées, des structures à compartiments multiples ainsi que des transactions impliquant des véhicules d'acquisition, où les prêteurs ou les investisseurs attendent généralement un ensemble complet de sûretés. La précision législative apportée par l'article 5 du Projet est de nature à lever les incertitudes quant à la capacité de l'organisme de titrisation à consentir de telles sûretés ou garanties dans le cadre de son activité.

La Chambre de Commerce relève toutefois que l'existence d'un lien avec l'opération de titrisation demeure une condition essentielle. Dès lors, la documentation transactionnelle devrait continuer à exposer clairement en quoi la sûreté ou la garantie accordée se rattache à l'opération de titrisation concernée.

Concernant l'article 6

L'article 6 du Projet clarifie les conditions dans lesquelles une gestion active d'un panier de risques titrisés par un organisme de titrisation est admissible. Cette clarification répond à la nécessité de moderniser la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation en la matière afin d'assurer des conditions équitables des organismes de titrisation luxembourgeois avec d'autres régimes de titrisation à l'étranger.

Ainsi, l'article 6 du projet prévoit qu' « *Un organisme de titrisation ne peut titriser un panier de risques qui est géré activement par l'organisme de titrisation lui-même ou par un tiers, qu'à la condition que les instruments financiers émis pour financer l'acquisition de ce panier de risques ne soient pas offerts au public.* ». Il précise aussi les sept opérations qui ne relèvent pas de la gestion active, à savoir (i) le remplacement d'actifs en cas de défaut constaté ou de risque avéré de défaut, (ii) le remplacement d'actifs qui cessent d'être conformes aux critères d'éligibilité définis par le règlement de gestion ou le contrat d'émission, (iii) le remplacement d'actifs non-conformes aux déclarations ou garanties fournies à l'organisme de titrisation par le cédant, (iv) l'ajout d'actifs lors

[2] L'article 1300 du Code civil prévoit que :
« *(1) Lorsque les qualités de créancier et de débiteur se réunissent dans la même personne, il se fait une confusion de droit qui éteint la créance.*
(2) Toutefois, lorsque la créance est représentée par un titre et que le débiteur acquiert ce titre, il ne se fait pas de confusion de droit. Il est loisible au débiteur de conserver le titre ou bien jusqu'à l'échéance finale ou bien jusqu'à ce qu'il décide soit d'éteindre la créance, soit d'aliéner le titre. Pendant que le débiteur possède le titre, tous les droits afférents au titre sont suspendus. ».

de la constitution initiale du portefeuille, tant que cette phase ne dépasse pas un tiers de la durée totale de l'opération de titrisation, (v) l'ajout d'actifs pendant la durée de l'opération de titrisation dans le cadre d'émissions continues, (vi) le remplacement d'actifs arrivés à maturité ou ayant fait l'objet d'un rachat ou remboursement anticipé et (vii) et l'ajustement marginal de la composition du portefeuille, l'allocation des actifs, l'exposition au risque ou la durée d'investissement.

La Chambre de Commerce salue l'extension de la gestion active à un « *panier de risques* », permettant ainsi aux structures à gestion active d'inclure des actifs autres que des créances, tels que des actions, des participations en capital-investissement ou des instruments hybrides. Elle accueille également favorablement que les dispositions de l'article 6 du Projet précisent expressément les sept opérations précitées qui ne relèvent pas de la gestion active. En effet, cette précision reconnaît que même les portefeuilles gérés de manière passive nécessitent certains ajustements opérationnels tout au long de leur cycle de vie. La Chambre de Commerce estime en outre qu'il est approprié que la gestion active demeure limitée aux instruments qui ne sont pas offerts au public, réservant ainsi ces structures à des investisseurs professionnels ou avertis.

Concernant l'article 7

L'article 7 du Projet vise à apporter une précision relative aux règles de subordination des instruments financiers émis par les organismes de titrisation. Ainsi, les instruments de dette à rendement non-fixe seront désormais subordonnés non seulement aux instruments de dette à rendement fixe mais aussi aux instruments de dette rémunérés par un intérêt calculé sur la base d'un taux de référence assorti d'une marge fixe. Les instruments rémunérés par un intérêt calculé sur la base d'un taux de référence assorti d'une marge fixe auront le même rang que les instruments de dette à rendement fixe.

La Chambre de Commerce salue la clarification apportée par le Projet. En effet, dans le régime actuel, les instruments de dette assortis d'un rendement non fixe sont seulement subordonnés aux instruments de dette à taux fixe, ce qui engendre une insécurité juridique pour les instruments rémunérés par un intérêt calculé sur la base d'un taux de référence assorti d'une marge.

Le Projet remédie à cette situation en plaçant sur un pied d'égalité (*pari passu*) les instruments de dette à rendement fixe et les instruments rémunérés par un intérêt calculé sur la base d'un taux de référence assorti d'une marge, tandis que les instruments offrant un rendement non-fixe demeurent subordonnés. Cette modification évite la subordination involontaire des obligations classiques à taux variable et facilite la rédaction des mécanismes de distribution des paiements (*payment waterfalls*) ainsi que des conditions d'émission.

* * *

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce est en mesure d'approuver le projet de loi sous avis.

GKA/DJI