

Luxembourg, le 12 juillet 2021

**Objet : Projet de loi n°7822<sup>1</sup> relative à l'émission de lettres de gage et portant :**

- 1. transposition de la directive (UE) 2019/2162 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant l'émission d'obligations garanties et la surveillance publique des obligations garanties et modifiant les directives 2009/65/CE et 2014/59/UE ;**
- 2. mise en œuvre du règlement (UE) 2019/2160 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne les expositions sous forme d'obligations garanties ; et**
- 3. modification de :**
  - a) la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ;**
  - b) la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier ;**
  - c) la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif ; et**
  - d) la loi modifiée du 18 décembre 2015 relative à la défaillance des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement. (5812GKA/SMI)**

*Saisine : Ministre des Finances  
(7 mai 2021)*

## **Avis de la Chambre de Commerce**

Le projet de loi sous avis a deux objectifs.

Premièrement, il vise, d'une part, à transposer en droit luxembourgeois la directive (UE) 2019/2162 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant l'émission d'obligations garanties et la surveillance publique des obligations garanties et modifiant les directives 2009/65/CE et 2014/59/UE (ci-après la « Directive 2019/2162 »), et d'autre part, à mettre en œuvre le règlement (UE) 2019/2160 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) n°575/2013 en ce qui concerne les expositions sous forme d'obligations garanties (ci-après le « Règlement 2019/2160 »).

Deuxièmement, le projet de loi sous avis prévoit d'introduire une approche « *produit* » par rapport à l'émission de lettres de gage et à opérer une ouverture - étroitement encadrée - de l'accès à l'activité d'émission de lettres de gage à tout établissement de crédit luxembourgeois.

---

<sup>1</sup> [Lien vers le texte du projet de loi n°7822 sur le site de la Chambre des Députés](#)

### En bref

- La Chambre de Commerce se félicite que l'accès à l'activité d'émission de lettres de gage sera désormais ouvert à tout établissement de crédit luxembourgeois.
- La Chambre de Commerce estime que le niveau de la limite quantitative de 20% préservera la capacité d'émission d'un certain nombre des établissements de crédit luxembourgeois. Cependant, cette limite de 20% ne facilitera pas l'émergence rapide d'un écosystème luxembourgeois visible et compétitif sur la scène européenne.
- Il semblerait opportun, aux yeux de la Chambre de Commerce, que le projet de loi sous avis profite de l'option prévue à l'article 17 de la Directive 2019/2162 afin de prévoir les dispositions autorisant l'émission des lettres de gage avec des structures d'échéances prorogables.
- La Chambre de Commerce désapprouve formellement la tendance récurrente à l'alourdissement des sanctions et appelle à la meilleure justification de la proportionnalité, de l'efficacité et du caractère dissuasif des sanctions qui amènerait bien souvent à réduire leur sévérité.

### Considérations générales

Si, dans l'ensemble, le traitement des obligations garanties<sup>2</sup> peut être considéré comme harmonisé pour ce qui est des conditions d'investissement dans ce type d'obligations, une absence d'harmonisation à l'échelle de l'Union européenne est cependant constatée en ce qui concerne les conditions d'émission des obligations garanties, ce qui a plusieurs conséquences.

Premièrement, le traitement préférentiel est accordé dans les mêmes conditions à des instruments dont la nature ainsi que le niveau de risque et de protection des investisseurs peuvent différer. Deuxièmement, des différences entre les cadres nationaux ou l'absence d'un tel cadre, et l'absence de définition arrêtée d'un commun accord du terme « *obligation garantie* », pourraient faire obstacle au développement d'un marché unique véritablement intégré pour les obligations garanties. Troisièmement, les disparités entre les règles nationales, en ce qui concerne les garanties, pourraient engendrer des risques pour la stabilité financière étant donné que des obligations

---

<sup>2</sup> L'article 1<sup>er</sup> point 19° du projet de loi sous avis transposant l'article 3 point 1) de la Directive 2019/2162 définit une obligation garantie comme « *une lettre de gage émise conformément aux dispositions de la présente loi et qui est garantie par des actifs de couverture qui sont conformes à l'article 4 auxquels les investisseurs en obligations garanties et les contreparties de contrats dérivés respectant les dispositions de l'article 7, paragraphe 3, peuvent directement avoir recours en tant que créanciers privilégiés. Sont des obligations garanties, les obligations garanties européennes et les obligations garanties européennes (de qualité supérieure)* ».

garanties assorties de degrés divers de protection de l'investisseur peuvent être achetées dans l'ensemble de l'Union européenne et bénéficier du traitement préférentiel.

Harmoniser certains aspects des cadres nationaux fondés sur des bonnes pratiques devrait par conséquent garantir le développement harmonieux et constant de marchés d'obligations garanties qui fonctionnent bien dans l'Union européenne et limiter les risques et vulnérabilités potentiels pour la stabilité financière. Un tel marché offrirait une source de financement stable aux établissements de crédit, qui seraient ainsi mieux placés pour proposer des prêts hypothécaires abordables aux consommateurs et aux entreprises et des investissements alternatifs sûrs aux investisseurs<sup>3</sup>.

Ainsi, les dispositions de la **Directive 2019/2162** établissent des règles de protection des investisseurs concernant (i) les exigences relatives à l'émission d'obligations garanties, (ii) les caractéristiques structurelles des obligations garanties, (iii) la surveillance publique des obligations garanties et (iv) les obligations en matière de publication en ce qui concerne les obligations garanties.

Le **Règlement 2019/2160** procède à la modification du règlement (UE) n°575/2013 précité. Pour rappel, l'article 129 du règlement (UE) n°575/2013 accorde sous certaines conditions un traitement préférentiel aux obligations garanties.

Sous recommandation de l'Autorité bancaire européenne d'examiner plus avant la possibilité de compléter les conditions d'éligibilité pour le traitement préférentiel dans la pondération de risque afin de couvrir notamment le développement des exigences existantes en matière d'information des investisseurs, le Règlement 2019/2160 prévoit des exigences supplémentaires pour les obligations garanties, ce qui renforcera la qualité des obligations garanties éligibles pour le traitement prudentiel favorable.

Le **projet de loi sous avis** met quant à lui en œuvre le Règlement 2019/2160 et transpose la Directive 2019/2162.

Les dispositions de la Directive 2019/2162 autorisent les établissements de crédit émettant des obligations garanties dans l'Union européenne à utiliser des labels spéciaux, intitulés « *obligation garantie européenne* »<sup>4</sup> et « *obligation garantie européenne de qualité supérieure* »<sup>5</sup>, lors de la vente d'obligations garanties à des investisseurs de l'Union européenne et de pays tiers. Le considérant 37 de la Directive 2019/2160 précise que « *l'utilisation de ces deux labels devrait néanmoins être volontaire et les États membres devraient pouvoir conserver leur propre cadre national de dénominations et labels parallèlement à ces deux labels* ».

Tel est le cas du régime luxembourgeois prévu par les dispositions du projet de loi sous avis. En effet, le projet de loi sous avis prévoit de garder en parallèle du nouveau régime d'émission d'obligations garanties par tout établissement de crédit luxembourgeois (banque universelle) instauré par les textes européens, le régime existant des banques d'émission de lettres de gage (banque spécialisée).

Il convient de noter que le cadre juridique luxembourgeois existant relatif aux banques d'émission de lettres de gage prévoit des règles largement proches de celles de la Directive 2019/2162.

<sup>3</sup> Considérants 4 et 5 de la Directive 2019/2162

<sup>4</sup> Ces obligations garanties européennes doivent respecter les exigences définies par la Directive 2019/2162.

<sup>5</sup> Ces obligations garanties européennes de qualité supérieure doivent respecter aussi les exigences de l'article 129 du règlement (UE) n°575/2013 tel que modifié par le Règlement 2019/2160.

Le projet de loi sous avis opte pour une application combinée des dispositions existantes sur les lettres de gage et celles issues de la Directive 2019/2162 afin de déterminer le régime et la labélisation, tantôt nationale, tantôt européenne, du produit. En effet, les lettres de gage qui respectent outre les dispositions du cadre existant, les dispositions supplémentaires découlant de la Directive 2019/2162, peuvent être qualifiées d'obligations garanties.

Par ailleurs, le projet de loi sous avis ouvre, sous certaines conditions, l'accès à l'activité d'émission de lettres de gage et notamment d'obligations garanties à tout établissement de crédit luxembourgeois, activité jusqu'à lors réservée aux banques d'émission de lettres de gage, ce que la Chambre de Commerce salue.

La Chambre de Commerce se doit néanmoins de commenter certains articles du projet de loi sous avis qui nécessitent, à ses yeux, quelques modifications, précisions et/ou ajustements.

### **Commentaire des articles**

#### **Concernant l'article 2**

L'article 2 du projet de loi sous avis prévoit les conditions de l'exercice de l'activité d'émission de lettres de gage.

Ainsi, cette activité peut être exercée par (i) une banque d'émission de lettres de gage au sens de l'article 1<sup>er</sup> point 2<sup>ter</sup>-1 de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ou (ii) par un établissement de crédit luxembourgeois, autre qu'une banque d'émission de lettres de gage, qui a mis en place les mesures nécessaires pour assurer que le total des masses de couverture liées aux lettres de gage émises ne dépasse, à aucun moment, 20% du total de ses engagements, fonds propres compris, déduction faite des dépôts éligibles.

La Chambre de Commerce se félicite de la nouvelle possibilité qui sera désormais offerte aux établissements de crédit luxembourgeois, autres qu'une banque d'émission de lettres de gage, d'émettre des lettres de gage, y compris des obligations garanties. Cette évolution répond à la demande de la place et complète adéquatement le régime de la banque d'émission de lettres de gage qui a prévalu jusqu'ici au Luxembourg.

De plus, le cadre européen harmonisé confirme l'attrait réglementaire du produit tant pour les émetteurs que pour les investisseurs : les obligations garanties conformes à certaines exigences de la CRR<sup>6</sup> sont ainsi éligibles aux ratios prudentiels de liquidité des établissements de crédit investissant dans les obligations garanties, ainsi qu'au refinancement auprès de l'Eurosystème des banques centrales.

Dans ce contexte, il importe que les volumes émis par les établissements de crédit concernés puissent atteindre une certaine taille critique, notamment afin que :

- (i) l'établissement de crédit puisse amortir les coûts fixes non négligeables liés à l'activité d'émission d'obligations garanties ;
- (ii) les principaux établissements de crédit émetteurs puissent émettre, une fois par an, une taille standard, comme c'est le cas dans les autres pays européens, sachant que les obligations garanties ont des durées de vie comprises entre 5 et 15 ans ;
- (iii) la liquidité des obligations garanties luxembourgeoises soit suffisante tout au long de leur durée de vie, afin de satisfaire la demande des investisseurs et de créer un marché comparable à celui des autres juridictions européennes ;

<sup>6</sup> Les exigences du Règlement (UE) n°575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

- (iv) un écosystème des établissements de crédit luxembourgeois actifs sur le marché des obligations garanties puisse émerger, et soit compétitif vis-à-vis des places financières concurrentes.

Ainsi, la taille minimale standard des émissions individuelles est d'EUR 500 millions, voire d'EUR 250 millions dans le cas des établissements de crédit émetteurs plus petits. Les émissions inférieures à EUR 250 millions s'avèrent peu attractives, car les obligations garanties ne sont alors pas éligibles en tant qu'actifs liquides pour le ratio de liquidité prudentiel des établissements de crédit investissant dans ces obligations garanties.

La Chambre de Commerce note le principe d'une limite quantitative de 20% imposée aux établissements de crédit luxembourgeois, autres qu'une banque d'émission de lettres de gage, répondant à un double objectif de sécurité juridique et de protection des déposants de ces établissements de crédit. La limite maximale du total des obligations garanties émis se définit comme le rapport entre les masses de couvertures totales (i.e. les actifs nantis au bénéfice des obligations garanties émises) et le total du passif de l'établissement de crédit diminué des dépôts éligibles. On entend par dépôts éligibles l'ensemble des avoirs déposés sur des dépôts éligibles à la garantie du *Fonds de garantie des dépôts Luxembourg*, soit les dépôts des personnes physiques et ceux des entreprises non financières. A des fins de certitude juridique, la Chambre de Commerce estimerait utile de préciser soit dans le projet de loi sous avis soit par le biais d'un règlement grand-ducal les modalités pratiques de calcul de la limite, à savoir la fréquence du calcul, le contrôle par la CSSF, etc.

La Chambre de Commerce estime que le niveau de la limite retenue par le législateur préservera la capacité d'émission d'un certain nombre des établissements de crédit luxembourgeois. Cependant, cette limite de 20% ne facilitera pas l'émergence rapide d'un écosystème luxembourgeois visible et compétitif sur la scène européenne. En effet, aucun autre pays de l'Union européenne, hormis la Belgique, n'a mis en place une limite maximale contraignante relative à l'émission d'obligations garanties par les établissements de crédit concernés.

Or, il importe que les rares opportunités de développement des activités bancaires soient pleinement exploitées dans le respect d'une saine gestion du risque, afin de renforcer le modèle d'affaires des établissements de crédit luxembourgeois et d'assurer leur compétitivité vis-à-vis de leurs concurrents étrangers.

### **Concernant l'article 10**

La disposition de l'article 10 du projet de loi sous avis interdit à l'établissement de crédit émetteur d'émettre des lettres de gage dont l'échéance peut être prorogée, sauf dans les cas prévus par le futur article 152-4 de la loi modifiée du 18 décembre 2015 relative à la défaillance des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement (sous certaines conditions en cas d'un sursis de paiement d'un compartiment patrimonial).

La Chambre de Commerce observe toutefois que l'article 17 de la Directive 2019/2162 offre aux Etats membres la discrétion d'autoriser l'émission d'obligations garanties à échéance prorogeables, et en précise les conditions d'application.

Le projet de loi sous avis ne profitant pas de cette option prévue par la Directive 2019/2162 s'écarte des pratiques et des standards actuels du marché. En effet, à l'exception de l'Allemagne, la majorité des obligations foncières ou publiques émises en Europe permettent une prorogation de l'échéance finale de 6 ou 12 mois, notamment en cas de crise de marché.

Dans ce contexte, il semblerait opportun, aux yeux de la Chambre de Commerce, d'une part, que le projet de loi sous avis prévoit les dispositions autorisant les lettres de gage avec des structures d'échéances prorogables, et, d'autre part, de mettre à profit la période de transition de 12 mois précédent l'entrée en vigueur de la nouvelle loi (à savoir le 8 juillet 2022) afin de définir les éléments déclencheurs objectifs requis par l'article 17 paragraphe 1 lettre a) de la Directive 2019/2162<sup>7</sup>, conformément au futur standard de marché européen.

### Concernant l'article 23

L'article 23 du projet de loi sous avis transpose en droit luxembourgeois l'article 23 de la Directive 2019/2162 relatif aux sanctions administratives et autres mesures administratives. L'amende administrative qui peut être imposée par la CSSF s'élève à un montant maximal d'EUR 5.000.000 tant en ce qui concerne les personnes physiques que les personnes morales.

La Chambre de Commerce observe, et ce depuis quelques années, une tendance récurrente à l'alourdissement des sanctions, tant administratives que pénales, notamment dans le secteur financier. Certes, certaines peines sont dictées directement par le droit européen, mais certaines restent de la discrétion des Etats membres. C'est le cas notamment de l'article 23 de la Directive 2019/2162, transposé par l'article 23 du projet de loi sous avis, lequel énumère les comportements répréhensibles ainsi que la panoplie de sanctions administratives. Le texte européen prévoit en effet que « *les Etats membres peuvent décider de ne pas prévoir de régime de sanctions administratives ou d'autres mesures administratives pour les violations qui relèvent de leur droit pénal national.* ». Sachant que l'article 36 du Code pénal luxembourgeois prévoit que « *En matière criminelle, le taux maximum de l'amende applicable aux personnes morales est de 750.000 euros.* », en prenant l'option de sanctionner les personnes morales (et physiques) d'un montant maximal d'amende administrative pouvant aller jusqu'à EUR 5.000.000, la Chambre de Commerce relève que les sanctions administratives dépassent très largement ce qui est prévu par le droit pénal.

Malgré ses appels réguliers<sup>8</sup> à une meilleure justification de la proportionnalité, de l'efficacité et du caractère dissuasif des sanctions qui amènerait bien souvent à réduire leur sévérité, la Chambre de Commerce regrette que la situation s'aggrave. En effet, le commentaire des articles du projet de loi sous avis se contente de renvoyer à d'autres textes pour fixer le montant et les modalités des amendes par analogie, alors que ceux-ci étaient déjà jugés insuffisamment justifiés.

\* \* \*

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce peut marquer son accord au projet de loi sous avis, sous réserve de la prise en compte de ses remarques.

GKA/SMI/PPA

<sup>7</sup> L'article 17 paragraphe 1<sup>er</sup> lettre a) de la Directive 2019/2162 prévoit que « *l'échéance ne peut être prorogée que selon des éléments déclencheurs objectifs précisés dans le droit national, et non pas à l'appréciation de l'établissement de crédit émetteur d'obligations garanties ;* ».

<sup>8</sup> Voir notamment les avis n°4979, n°5166 et n°5165 de la Chambre de Commerce relatifs respectivement au registre des bénéficiaires effectifs (projet de loi n°7217), aux comptes et coffres-forts dormant (projet de loi n°7348) et à la mise en œuvre des règlements EuVECA, EuSEF, MMF, ELTIF et Titrisation STS (projet de loi n°7349).