

Le régime des garanties de l'Eurosystème

Elisabeth SIMOES LOPES

Juriste à la Banque centrale du Luxembourg

avec la coopération de

Luc SCHUMACHER (chapitre 5, section 2),
Alexandra VASILIU (chapitre 2, section 1, § 2) et
Caroline STREIFF (chapitre 2, section 1, § 3)

*Membres du service juridique
de la Banque centrale du Luxembourg*

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	3081
Chapitre 1 – Le cadre juridique du dispositif de garanties de l'Euro-système	3083
Section 1 – La coexistence de mesures conventionnelles et non conventionnelles	3083
Section 2 – L'implémentation des mesures conventionnelles et non conventionnelles au niveau national	3086
Sous-section 1 – Les mesures conventionnelles	3086
Sous-section 2 – Les mesures non conventionnelles	3087
Chapitre 2 – Les actifs éligibles	3088
Section 1 – Les actifs négociables	3089
Sous-section 1 – Les titres de créance	3089
§ 1 – Le régime conventionnel	3089
§ 2 – Le régime non conventionnel	3092
Sous-section 2 – Le cas spécifique des ABS	3093
§ 1 – Le contexte général	3093
§ 2 – Le régime conventionnel et non conventionnel applicable aux ABS	3095

Sous-section 3 – Les obligations sécurisées	3101
Section 2 – Les actifs non négociables	3106
Sous-section 1 – Les créances privées.	3106
§ 1 – Le régime conventionnel	3106
§ 2 – Le régime non conventionnel.	3111
Sous-section 2 – Les RMBD.	3113
Sous-section 3 – Les dépôts à terme fixe.	3113
Section 3 – Les liens étroits	3114
Chapitre 3 – L'évaluation du crédit, les mesures de contrôle des risques et la valorisation des actifs mobilisés	3115
Section 1 – L'évaluation du crédit.	3115
Section 2 – Les mesures de contrôle des risques.	3116
Section 3 – La valorisation des actifs mobilisés.	3116
Chapitre 4 – La mobilisation des garanties éligibles	3117
Section 1 – Les techniques juridiques de mobilisation	3117
Section 2 – Le recours aux dépositaires éligibles.	3118
Section 3 – Les systèmes tripartites de gestion des garanties	3119
Section 4 – La mobilisation transfrontière	3120
Sous-section 1 – Le MBCC	3120
Sous-section 2 – Les liens	3122
Section 5 – TARGET2-Securities	3123
Chapitre 5 – La réalisation des garanties	3124
Section 1 – Le cadre juridique	3124
Section 2 – L'expérience de la BCL.	3125
Conclusion.	3127

Les vues exprimées dans le présent article sont celles de ses auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la Banque centrale du Luxembourg.

Introduction

1. Les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème sont exécutées dans tous les États membres de la zone euro selon des modalités uniformes. En application du principe de décentralisation¹, la Banque centrale européenne (ci-après « la BCE ») a recours, autant que faire se peut, aux banques centrales nationales (ci-après « les BCN » ou « la BCN ») pour effectuer les opérations qui sont de la compétence de l'Eurosystème. De ce fait, la Banque centrale du Luxembourg (ci-après « la BCL ») est en charge de la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème avec les contreparties luxembourgeoises.

2. Pour atteindre ses objectifs, le principal étant le maintien de la stabilité des prix, l'Eurosystème dispose de plusieurs instruments de politique monétaire : la réalisation d'opérations d'*open market*, l'offre de facilités permanentes et l'assujettissement des établissements de crédit à l'obligation de constituer des réserves obligatoires.

Les opérations d'*open market* se composent de quatre catégories d'opérations distinctes : (i) les opérations principales de refinancement, qui sont destinées à fournir des liquidités de manière régulière, (ii) les opérations de refinancement à plus long terme, qui revêtent la forme d'opérations d'apport en liquidité, (iii) les opérations de réglage fin, qui sont effectuées de manière ponctuelle en vue de gérer la situation de liquidité sur le marché et d'assurer le pilotage des taux d'intérêt, et (iv) les opérations structurelles, que l'Eurosystème peut réaliser en émettant des certificats de dette et en ayant recours à des opérations de cession temporaire ou à des opérations fermes².

Les facilités permanentes, quant à elles, servent à fournir et à retirer des liquidités au jour le jour et à fixer les limites supérieure et inférieure pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour. Les facilités permanentes sont constituées, d'une part, par la facilité de prêt marginal, qui permet aux établissements de crédit d'obtenir auprès des BCN des liquidités au jour le jour contre des actifs

¹ Article 12.1., § 3, des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne : « Dans la mesure jugée possible et adéquate et sans préjudice du présent article, la BCE recourt aux banques centrales nationales pour l'exécution des opérations faisant partie des missions du SEBC. »

² L'opération ferme est une opération par laquelle la banque centrale achète ou vend d'une manière définitive des titres sur le marché (au comptant ou à terme) (*outright transaction*).

éligibles, et, d'autre part, par la facilité de dépôt que les établissements de crédit peuvent utiliser pour effectuer des dépôts à vingt-quatre heures auprès des BCN de l'Eurosystème.

3. Toutes les opérations de crédit effectuées, tant dans le cadre des opérations *d'open market* que dans celui des facilités permanentes, mais également en relation avec TARGET2³, à savoir le crédit intrajournalier, présupposent la constitution préalable de garanties. En effet, en vertu de l'article 18.1. des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne (ci-après « les statuts du SEBC »), toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème doivent donner lieu à la constitution de garanties appropriées.

La notion de garanties appropriées relève de l'appréciation du Conseil des gouverneurs de la BCE⁴ qui peut, à tout moment, modifier les instruments, les conditions, les critères et les procédures se rapportant à l'exécution des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème.

L'Eurosystème accepte un large éventail d'actifs éligibles pouvant être fournis en garantie des opérations de crédit et a développé un dispositif de garanties éligibles qui s'applique à toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème.

La présente contribution ne traitera pas du régime des garanties exigées par la BCL dans le cadre de la fourniture de liquidités d'urgence, compétence qui est prévue à l'article 27-2 de sa loi organique⁵. Cette compétence, qui au demeurant est purement nationale, implique un régime de garanties qui est distinct de celui applicable en matière d'opérations de crédit de l'Eurosystème.

4. Le cadre juridique du dispositif de garanties de l'Eurosystème est un cadre complexe qui se compose d'un régime conventionnel et, à la suite de la crise, d'un régime non conventionnel, les deux régimes étant implémentés de manière différenciée sur le plan national (chapitre 1). Le dispositif de garanties établit des critères d'éligibilité que doivent remplir les actifs qui sont subdivisés en deux catégories distinctes : les actifs négociables et non négociables (chapitre 2). Des règles strictes en matière d'évaluation du crédit, de contrôle

³ Le système à règlement brut en temps réel pour l'euro en monnaie banque centrale. TARGET2 repose sur une plate-forme unique qui constitue la base de son fonctionnement, dans la mesure où les ordres de paiement sont présentés et traités, et les paiements sont reçus, techniquement de la même manière par l'intermédiaire de celle-ci. TARGET2 est juridiquement structuré comme un ensemble de multiples systèmes RTGS (systèmes composants de TARGET2).

⁴ S. CHEUN, I. VON KÖPPEN-MERTES et B. WELLER, « The collateral frameworks of the Euro-system, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil », *Occasional paper series*, n° 107, décembre 2009, p. 9.

⁵ Loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg (*Mémorial A*, n° 112, 24 décembre 1998, p. 2980), telle que modifiée.

des risques et de valorisation des actifs mobilisés s'appliquent aux différentes catégories d'actifs éligibles (chapitre 3). La mobilisation des actifs éligibles comporte des aspects particulièrement complexes qui ont trait aux techniques de mobilisation admises, aux déposataires éligibles utilisés pour la mobilisation, à l'utilisation éventuelle des systèmes tripartites de gestion des garanties, ainsi qu'à la mobilisation transfrontière des actifs éligibles (chapitre 4). En dernier lieu, la question de la réalisation des garanties par la BCL sera également abordée (chapitre 5).

Chapitre 1

Le cadre juridique du dispositif de garanties de l'Eurosystème

Section 1

La coexistence de mesures conventionnelles et non conventionnelles

5. Le cadre opérationnel retenu par l'Eurosystème pour la politique monétaire unique au sein de la zone euro est établi à l'annexe 1 de l'orientation de la BCE du 20 septembre 2011 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème⁶, telle que modifiée par l'orientation BCE/2012/25 du 26 novembre 2012⁷ (ci-après «l'orientation BCE/2011/14»). Ce document, qui porte la dénomination de «Documentation générale», constitue la pierre angulaire du cadre juridique des instruments de politique monétaire et procédures de l'Eurosystème et fournit aux contreparties les informations pertinentes relatives au cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème.

La Documentation générale «ne confère aucun droit aux contreparties, pas plus qu'elle ne leur impose d'obligations»⁸. En effet, la relation juridique entre l'Eurosystème et les contreparties a pour seul fondement les dispositions contractuelles ou réglementaires appropriées adoptées au niveau de chaque BCN et qui rendent applicables les dispositions de la Documentation générale.

La Documentation générale est divisée en sept chapitres, dont le sixième chapitre qui définit les critères d'éligibilité des actifs admis en garantie des opérations de politique monétaire, et comporte également un certain nombre d'appendices.

⁶ JOUE, n° L 331 du 14 décembre 2011, p. 1. Cette orientation procède à une refonte de l'orientation BCE/2000/7 du 31 août 2000 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème qui avait été modifiée substantiellement à plusieurs reprises.

⁷ JOUE, n° L 348 du 18 décembre 2012, p. 30.

⁸ Introduction de la Documentation générale, p. 8.

6. En vertu de l'article 18.1. des statuts du SEBC, les opérations de crédit de l'Eurosystème conclues avec les contreparties sont effectuées «sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts». Face aux défis importants générés par la crise financière et la crise de la dette souveraine, des adaptations ont dû être apportées aux instruments de la politique monétaire de l'Eurosystème et, en particulier, au dispositif des garanties éligibles. Bien que l'Eurosystème prévoyait un dispositif de garanties relativement vaste, la liste des actifs éligibles a dû être, pour le moins temporairement, étendue davantage afin d'assurer que les garanties ne constituent pas une contrainte surtout après l'introduction de la procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, qui faisait partie des mesures non conventionnelles. Le dispositif des actifs éligibles, qui depuis des années incluait, en outre, les titres adossés à des actifs⁹ (ci-après les «ABS»), a été suffisamment flexible pour faire face à la demande des banques en liquidités additionnelles grâce à quelques adaptations¹⁰.

7. Ces adaptations sont intervenues par vagues successives¹¹, les dernières en date et actuellement en vigueur étant celles annoncées par le Conseil des gouverneurs le 8 décembre 2011 et aboutissant, en outre, à l'adoption de l'orientation BCE/2013/4 du 20 mars 2013 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (ci-après «l'orientation BCE/2013/4»)¹².

Cette orientation opère une refonte de l'orientation BCE/2012/18 du 2 août 2012 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les

⁹ *Asset-backed securities*.

¹⁰ S. CHEUN, I. VON KÖPPEN-MERTES et B. WELLER, «The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil», *op. cit.*, p. 5.

¹¹ À partir du 22 octobre 2008, le seuil de notation minimum pour les actifs négociables, autres que les ABS, et les actifs non négociables, a été abaissé de A- à BBB-, laissant inchangé le seuil de A- imposé pour les ABS. En outre, les titres de créance libellés en devises étrangères, à savoir le dollar américain, le yen et la livre sterling, sont devenus éligibles et les titres de créance émis par des établissements de crédit et négociés sur certains marchés non réglementés reconnus par la BCE, sont également devenus éligibles. Finalement, les titres de créance subordonnés, qui étaient assortis d'une garantie acceptable et remplissant tous les autres critères d'éligibilité, ont également pu être utilisés en tant que garanties. Face à l'amélioration des conditions, l'élimination progressive de ces mesures avait été lancée fin 2009, dans la mesure où le dispositif de garanties avait été, dans une certaine mesure, resserré et que les opérations de refinancement non conventionnelles n'ont pas été renouvelées. L'émergence de la crise de la dette souveraine a cependant suscité la réévaluation d'un tel processus de suppression progressive.

¹² *JOUE*, n° L 95 du 5 avril 2013, p. 23.

opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9¹³, qui avait été substantiellement modifiée à deux reprises (ci-après « l'orientation BCE/2012/18 »)¹⁴.

8. L'orientation BCE/2013/4 formalise une partie des mesures temporaires adoptées par le Conseil des gouverneurs pour soutenir l'efficacité de ses décisions en matière de taux d'intérêt et leur transmission à l'économie de la zone euro dans son ensemble¹⁵. Parmi ces mesures figurent celles qui visent à accroître la disponibilité des garanties. Elles consistent, plus spécifiquement, en l'accroissement de la disponibilité des garanties par (i) la réduction du seuil de notation pour certains ABS¹⁶, (ii) l'autorisation faite aux BCN d'accepter temporairement en garantie des créances privées performantes supplémentaires respectant des critères d'éligibilité spécifiques¹⁷, (iii) l'admission de certains actifs libellés en livres sterling, en yens japonais, en dollars des États-Unis, comme garanties éligibles¹⁸ et (iv) la suspension des exigences en matière de seuils de qualité du crédit pour certains titres négociables¹⁹. En matière de garanties, il convient également de mentionner l'introduction par l'orientation BCE/2013/4 de la possibilité pour les BCN de refuser en garantie des obligations de banques éligibles non sécurisées qui répondent à un certain nombre de critères²⁰.

9. Les autres mesures décidées par le Conseil des gouverneurs le 8 décembre 2011 et qui n'ont pas trait aux garanties, peuvent être résumées comme suit :

- le lancement de deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, assorties d'une option de remboursement anticipé après un an²¹ ;

¹³ *JOUE*, n° L 218 du 15 août 2012, p. 20.

¹⁴ L'orientation BCE/2012/23 du 10 octobre 2012 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (*JOUE*, n° L 284 du 17 octobre 2012, p. 14) et l'orientation BCE/2013/2 du 23 janvier 2013 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (*JOUE*, n° L 34 du 5 février 2013, p. 18).

¹⁵ Rapport annuel 2012 de la BCE, p. 254.

¹⁶ Article 3, à l'exclusion du cinquième paragraphe, de l'orientation BCE/2013/4.

¹⁷ Article 4 de l'orientation BCE/2013/4.

¹⁸ Article 6 de l'orientation BCE/2013/4 introduit par l'orientation BCE/2012/23 (abrogée), qui modifie l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (abrogée).

¹⁹ Article 7 de l'orientation BCE/2013/4.

²⁰ Article 5 de l'orientation BCE/2013/4.

²¹ Communiqué de presse du 8 décembre 2011 – La BCE annonce des mesures de soutien au crédit bancaire et à l'activité du marché monétaire; article 2 de l'orientation BCE/2013/4.

- la suspension, à partir de la période de constitution commençant le 14 décembre 2011, des opérations de réglage fin le dernier jour de chaque période de constitution²²; et
- l'abaissement du taux des réserves obligatoires de 2 à 1% à partir de la période de constitution débutant le 18 janvier 2012²³.

En résumé, le régime de droit commun établi par la Documentation générale en matière de garanties est, à l'heure actuelle, complété par un régime dérogatoire temporaire qui est formalisé par un acte juridique distinct, à savoir l'orientation BCE/2013/4, de sorte qu'une lecture conjointe des deux actes juridiques s'avère nécessaire.

Section 2

L'implémentation des mesures conventionnelles et non conventionnelles au niveau national

Sous-section 1

Les mesures conventionnelles

10. Comme indiqué précédemment²⁴, la Documentation générale ne confère aucun droit et n'impose aucune obligation aux contreparties. L'orientation BCE/2011/14, en annexe de laquelle figure la Documentation générale, ne lie que ses destinataires, à savoir les BCN, qui ont l'obligation de l'implémenter.

La BCL a mis en œuvre la Documentation générale en adoptant les Conditions générales des opérations de la BCL (ci-après « les Conditions générales »), optant ainsi pour la voie contractuelle. Ce document reprend les dispositions de la Documentation générale et contient des dispositions autres qui sont notamment liées aux spécificités nationales ou à des aspects opérationnels non couverts par la Documentation générale.

Les Conditions générales se composent d'un document de base décrivant les aspects généraux du régime applicable aux opérations de la BCL, ainsi que de seize annexes²⁵.

²² Communiqué de presse du 8 décembre 2011 – La BCE annonce des mesures de soutien au crédit bancaire et à l'activité du marché monétaire.

²³ Article 1 du règlement (UE) n° 1358/2011 de la BCE du 14 décembre 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1745/2003 concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/2003/9) (BCE/2011/26) (*JOUE*, n° L 338 du 21 décembre 2011 p. 51); communiqué de presse du 8 décembre 2011 – La BCE annonce des mesures de soutien au crédit bancaire et à l'activité du marché monétaire.

²⁴ *Cf.* Section 1. La coexistence de mesures conventionnelles et non conventionnelles.

²⁵ http://www.bcl.lu/fr/operations_bancaires/conditions/conditions_generales/index.html.

Les principales dispositions relatives au régime des garanties se trouvent au chapitre 8 « Actifs servant de support ou de garantie » des Conditions générales, celles-ci étant précisées au chapitre 4 « Actifs servant de support ou de garantie » de l'annexe 8 « Manuel de procédures des opérations », l'une des annexes les plus importantes en matière de garanties.

Sous-section 2

Les mesures non conventionnelles

11. Les mesures non conventionnelles introduites en particulier par l'orientation BCE/2013/4 ont dû être implémentées au niveau national par la BCL. Alors que la voie contractuelle avait été privilégiée pour la transposition de la Documentation générale, la BCL a changé d'approche, lorsqu'il a fallu mettre en œuvre l'orientation BCE/2013/4, en faisant usage de son pouvoir réglementaire²⁶.

Le pouvoir réglementaire de la BCL avait d'ailleurs déjà été utilisé lors de la première vague de mesures temporaires adoptées par le Conseil des gouverneurs en 2008²⁷.

Dans un souci de cohérence et de clarté, la BCL a estimé qu'un régime dérogatoire temporaire des garanties n'avait pas sa place dans les Conditions générales et qu'il était, en revanche, préférable de recourir à un acte juridique distinct, en l'occurrence un règlement, qui présente l'avantage de s'imposer aux contreparties sans formalités excessives et, en cas de besoin, dans des délais assez courts.

12. Les mesures consacrées par l'orientation BCE/2013/4 ont été mises en œuvre par la BCL par étapes successives. À cet égard, on peut rappeler que l'orientation BCE/2013/4 avait notamment pour objet de procéder à une refonte de l'orientation BCE/2012/18, qui avait été modifiée à deux reprises²⁸.

²⁶ La BCL dispose d'un pouvoir réglementaire depuis l'entrée en vigueur de la loi du 24 octobre 2008 portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg (*Mémorial A*, n° 161, 29 octobre 2008, p. 2250).

²⁷ Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N° 1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties – *Domaine*: Mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (ce règlement a cessé d'être en vigueur le 1^{er} janvier 2010).

²⁸ L'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosysteme et l'éligibilité des garanties a été modifiée par l'orientation BCE/2012/23 du 10 octobre 2012, ainsi que par l'orientation BCE/2013/2 du 23 janvier 2013.

Ainsi, la BCL a adopté le règlement 2012/N° 12 du 12 septembre 2012²⁹, qui lui aussi a été modifié à deux reprises³⁰, et qui a, ensuite, été abrogé simultanément avec les règlements modificatifs par le règlement 2013/N° 15 du 3 mai 2013³¹ portant mise en œuvre de l'orientation BCE/2013/4 et qui est celui actuellement en vigueur.

Pour connaître le régime applicable aux garanties, les contreparties luxembourgeoises doivent se référer non seulement aux Conditions générales de la BCL, mais également au règlement BCL 2013/N° 15 du 3 mai 2013 précité; ces documents doivent faire l'objet d'une lecture conjointe.

Chapitre 2

Les actifs éligibles

13. L'article 18.1. des statuts du SEBC impose que toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème donnent lieu à la constitution de garanties appropriées.

Un dispositif unique de garanties éligibles, également qualifié de «Liste unique» et commun à l'ensemble des opérations de crédit de l'Eurosystème, a remplacé, le 1^{er} janvier 2007, le système de garanties à deux niveaux qui avait été introduit au début de la troisième phase de l'Union économique et monétaire.

La Liste unique est composée à la fois d'actifs négociables et non négociables satisfaisant aux critères d'éligibilité définis par l'Eurosystème dans la Documentation générale et dans l'orientation BCE/2013/4.

²⁹ Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/N° 12 du 12 septembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 2 août 2012 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9.

³⁰ Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/N° 13 du 9 novembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 10 octobre 2012 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9; règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/N° 14 du 7 mars 2013 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 23 janvier 2013 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9.

³¹ Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2013/ N°. 15 du 3 mai 2013 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 20 mars 2013 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (refonte).

Les actifs négociables (section 1) et non négociables (section 2) sont traités sur un pied d'égalité tant en ce qui concerne la qualité des actifs que l'éligibilité aux différents types d'opérations de politique monétaire de l'Eurosystème^{32 33}.

Section 1

Les actifs négociables

14. Dans la catégorie des actifs négociables, il y a lieu d'inclure les titres de créance ainsi que les certificats de dette émis par la BCE et tous ceux émis par les BCN de l'Eurosystème avant la date d'introduction de l'euro dans leur État membre respectif.

S'agissant des certificats de dette émis par la BCE, il y a lieu de relever qu'à ce jour, la BCE n'a pas jugé opportun de procéder à l'émission de ce type de certificats. Il est vrai que sur ce point, la Documentation générale demeure imprécise.

Quant aux titres de créance, ils sont soumis à des critères d'éligibilité généraux auxquels viennent se greffer des critères additionnels qui sont spécifiques aux ABS, ainsi qu'aux obligations sécurisées de banques³⁴ (ci-après les « obligations sécurisées »). Malgré le fait que ces deux types d'actifs soient à considérer comme des sous-catégories de titres de créance, leur régime sera présenté de manière distincte afin de mettre en exergue leurs particularités.

Sous-section 1

Les titres de créance

§ 1. Le régime conventionnel

15. En vertu de la section 6.2.1.1. de la Documentation générale, le titre de créance doit présenter les caractéristiques suivantes :

- a) il doit comporter un montant principal fixe, inconditionnel ; et
- b) un coupon qui ne peut donner lieu à un flux financier négatif, et qui doit répondre à des critères supplémentaires de nature technique déterminés dans la même section de la Documentation générale³⁵.

³² Toutefois, les actifs non négociables ne sont pas admis par l'Eurosystème en matière d'opérations fermes qui sont des opérations par lesquelles la banque centrale achète ou vend d'une manière définitive des titres sur le marché (au comptant ou à terme).

³³ Section 1.5. de la Documentation générale.

³⁴ *Covered bank bonds*.

³⁵ i) Un coupon fixe, un coupon zéro ou un coupon *multi-step*, c'est-à-dire des instruments avec un calendrier de coupons prédéfini et des valeurs de coupon prédéfinies ;
ii) un coupon variable uniforme indexé sur un indice unique correspondant à un taux du marché monétaire de l'euro, par exemple les taux EURIBOR, LIBOR et les indices similaires, ou sur un taux de *swap* à échéance constante, par exemple les indices CMS, EIISDA, EUSA ;

Le non-respect des critères d'éligibilité mentionnés ci-dessus fait également obstacle à l'éligibilité des actifs même s'ils ne s'appliquent qu'à certaines composantes de la structure de la rémunération (telles que les primes) et même si un versement de coupon non négatif ainsi qu'un remboursement au moins du principal sont explicitement garantis. Les exigences prévues aux points a) et b), s'appliquent jusqu'à ce que l'obligation ait été remboursée.

Les instruments de créance ne peuvent pas créer des droits sur le principal et/ou sur les intérêts qui sont subordonnés aux droits des détenteurs d'autres instruments de créance du même émetteur.

16. Outre les caractéristiques énumérées ci-avant et liées spécifiquement à la catégorie d'actif, les titres de créance doivent répondre à une série de critères supplémentaires qui ont trait à la qualité de signature³⁶, au lieu d'émission

iii) un coupon variable avec et sans effet de levier indexé sur un indice unique correspondant à un taux du marché monétaire de l'euro, par exemple les taux EURIBOR, LIBOR et les indices similaires, ou sur un taux de *swap* à échéance constante, par exemple les indices CMS, EIISDA, EUSA ;

iv) un coupon variable uniforme avec et sans effet de levier, indexé sur le rendement d'un titre d'État de la zone euro dont l'échéance est inférieure ou égale à un an (un indice ou un taux de référence brut) ;

v) un instrument financier uniforme à taux variable, indexé sur les indices d'inflation de la zone euro, ne contenant ni *discrete range*, ni *range accrual*, ni *ratchet*, ou autres structures similaires complexes.

Les structures de coupon suivantes sont notamment exclues : tous les instruments financiers à taux variables indexés sur les taux d'intérêt de devises étrangères, les indices de matières premières et d'actions et les taux de change, les instruments financiers à double taux variable et les instruments financiers à taux variable indexé sur les écarts de *swaps* ou sur une autre combinaison d'indices, toute sorte de *ratchets* et de coupons de type *range accrual*, ainsi que les instruments financiers à taux variable inverse et coupons qui dépendent de la notation de crédit.

De plus, les structures par termes complexes telles que les obligations à remboursement conditionnel (*Target Redemption Notes*) et les options permettant de changer de type de coupon en utilisant des droits d'achat supplémentaires sont exclues.

Les coupons éligibles ne doivent pas comporter d'options pour l'émetteur, c'est-à-dire qu'ils ne devraient pas permettre de modifications de la définition du coupon au cours de la durée de vie de l'instrument du fait d'une décision de l'émetteur. De plus, si des taux plafonds (*caps*) et des taux planchers (*floors*) existent, ils sont fixés et prédéfinis. La classification d'un instrument eu égard à son coupon, s'il s'agit d'un coupon *multi-step*, est effectuée en fonction d'une approche prospective.

³⁶ Section 6.2.1.2. de la Documentation générale : « Le titre de créance doit satisfaire aux règles de l'ECAF définissant un degré élevé de qualité de signature pour les actifs négociables (voir la section 6.3.2). »

du titre³⁷, à la procédure de règlement³⁸, aux marchés acceptés³⁹, au type d'émetteur/garant⁴⁰, au lieu d'établissement de l'émetteur/garant⁴¹, ainsi qu'à la monnaie de libellé⁴².

³⁷ Section 6.2.1.3. de la Documentation générale : « Les titres de créance doivent être déposés/enregistrés (émis) dans l'EEE auprès d'une banque centrale ou d'un dépositaire central de titres (*central securities depository* – CSD) satisfaisant aux normes minimales fixées par la BCE. Si le titre de créance négociable est émis par une société non financière qui ne dispose pas d'une notation attribuée par un organisme externe d'évaluation du crédit (ECAI) reconnu, le lieu d'émission doit être la zone euro. »

³⁸ Section 6.2.1.4. de la Documentation générale : « Le titre de créance doit être transférable par inscription en compte. Il doit être détenu et réglé dans la zone euro sur un compte ouvert sur les livres de l'Eurosystème ou d'un système de règlement-livraison de titres satisfaisant aux normes fixées par la BCE, de sorte que les formalités d'enregistrement et la réalisation des actifs soient soumises à la législation d'un État membre. Si le dépositaire central de titres (CSD) où le titre a été émis et le système de règlement-livraison de titres où il est détenu ne sont pas identiques, alors les deux institutions doivent être interconnectées par un lien approuvé par la BCE. »

³⁹ Section 6.2.1.5. de la Documentation générale : « Le titre de créance doit être admis à la négociation sur un marché réglementé tel que défini dans la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, ou négocié sur certains marchés non réglementés tels que spécifiés par la BCE. L'évaluation des marchés non réglementés par l'Eurosystème repose sur trois principes, à savoir la sécurité, la transparence et l'accessibilité. »

⁴⁰ Section 6.2.1.6. de la Documentation générale : « Le titre de créance doit être émis ou garanti par les banques centrales des États membres de l'Union européenne, des organismes publics ou privés ou encore des organisations internationales ou supranationales. »

⁴¹ Section 6.2.1.7. de la Documentation générale : « L'émetteur doit être établi dans l'EEE ou dans l'un des pays du G10 n'appartenant pas à l'EEE. Dans ce dernier cas, les titres de créance ne peuvent être considérés comme éligibles que si l'Eurosystème s'assure que ses droits seront préservés de manière appropriée par les lois du pays considéré, dans les conditions définies par l'Eurosystème. À cet effet, une évaluation juridique doit être présentée en des termes acceptables pour l'Eurosystème, tant sur le fond que sur la forme, avant que les actifs puissent être considérés comme éligibles. Dans le cas d'un titre adossé à un actif, l'émetteur doit être établi dans l'EEE. Le garant doit être établi dans l'EEE, à moins qu'une garantie ne soit pas nécessaire pour établir la qualité de signature élevée des actifs négociables, comme indiqué à la section 6.3.2. Les institutions internationales ou supranationales sont des émetteurs/garants éligibles quel que soit leur lieu d'établissement. Si le titre de créance négociable est émis par une société non financière qui n'est pas notée par un organisme externe d'évaluation du crédit (ECAI), l'émetteur/garant doit être établi dans la zone euro. »

⁴² Section 6.2.1.8. de la Documentation générale : « Le titre de créance doit être libellé en euros. »

§ 2. Le régime non conventionnel

A. *L'exigence relative à la qualité de signature*

17. L'article 7, deuxième paragraphe, de l'orientation BCE/2013/4 pose le principe que le seuil de qualité du crédit de l'Eurosystème ne s'applique pas aux titres de créance négociables émis ou totalement garantis par les administrations centrales des États membres de la zone euro faisant l'objet d'un programme de l'Union européenne/du Fonds monétaire international, à moins que le Conseil des gouverneurs ne décide que l'État membre concerné ne se conforme pas aux conditions prescrites pour le soutien financier et/ou le programme macroéconomique. Cela signifie que les exigences en matière de seuils de qualité du crédit sont suspendues en ce qui concerne certains titres de créance étatiques, de sorte qu'ils demeurent des actifs éligibles.

Pour des raisons de clarté, de cohérence et de simplification du dispositif de garanties de l'Eurosystème, il a été décidé de rassembler dans l'orientation BCE/2013/4, le contenu (i) de la décision BCE/2011/4 du 31 mars 2011 relative à des mesures temporaires concernant l'éligibilité des titres de créance négociables émis ou garantis par le gouvernement irlandais⁴³, (ii) de la décision BCE/2011/10 du 7 juillet 2011 relative à des mesures temporaires concernant l'éligibilité des titres de créance négociables émis ou garantis par le gouvernement portugais⁴⁴, et (iii) de la décision BCE/2012/32 du 19 décembre 2012 relative à des mesures temporaires concernant l'éligibilité des titres de créance négociables émis ou totalement garantis par la République hellénique⁴⁵.

18. Le 2 mai 2013, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de suspendre l'application, dans le cas des titres de créance négociables émis ou garantis par l'État chypriote, du seuil minimum de notation du crédit requis pour l'éligibilité des actifs admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème, de sorte que les titres étatiques chypriotes constituent de nouveau des garanties éligibles. À la suite des changements ayant affecté la notation de crédit de l'État chypriote, l'éligibilité des titres concernés a été suspendue temporairement du 28 juin 2013 au 5 juillet 2013, date à laquelle le Conseil des gouverneurs a décidé que ces titres étaient à nouveau du collatéral éligible.

⁴³ *JOUE*, n° L 94 du 8 avril 2011, p. 33.

⁴⁴ *JOUE*, n° L 182 du 12 juillet 2011, p. 31.

⁴⁵ *JOUE*, n° L 359 du 29 décembre 2012, p. 74.

B. L'admission de certains actifs libellés en livres sterling, en yens japonais et en dollars des États-Unis

19. L'orientation BCE/2012/23, qui a modifié l'orientation BCE/2012/18, a temporairement assoupli les critères d'éligibilité des actifs, en autorisant que des titres de créance négociables, libellés en livres sterling, en yens ou en dollars des États-Unis constituent des garanties éligibles, dérogeant ainsi à la règle qui exige que les titres de créance soient libellés en euros⁴⁶. Ce tempérament se retrouve également dans l'orientation BCE/2013/4, qui abroge les deux précédentes orientations⁴⁷.

Toutefois, ces titres ne sont éligibles que s'ils sont émis et détenus/réglés dans la zone euro, que si l'émetteur est établi dans l'Espace économique européen et que s'ils remplissent tous les autres critères d'éligibilité de la Documentation générale.

Des règles de valorisation spécifiques s'appliquent selon la devise concernée⁴⁸ et des précisions sont fournies en ce qui concerne l'éligibilité de certains titres de créances assortis de coupons ayant des caractéristiques particulières⁴⁹.

Sous-section 2

Le cas spécifique des ABS

§ 1. Le contexte général

20. Parmi les actifs éligibles, une catégorie de titres de créance a eu un destin particulier et a suscité de vifs débats: il s'agit des ABS⁵⁰.

Les ABS sont le produit d'une opération de titrisation. De produits sophistiqués, symboles de l'innovation financière pendant le boom économique, les ABS sont devenus des « actifs toxiques » décriés pour leur rôle dans la crise

⁴⁶ Section 6.2.1.8. de la Documentation générale.

⁴⁷ Article 6 de l'orientation BCE/2013/4.

⁴⁸ Article 6, deuxième paragraphe, de l'orientation BCE/2013/4.

⁴⁹ Article 6, troisième paragraphe, de l'orientation BCE/2013/4.

⁵⁰ Les ABS sont définis à l'appendice 2 de la Documentation générale comme étant des « titres de créance adossés à un portefeuille d'actifs financiers cantonnés (fixes ou renouvelables) convertibles en espèces dans un délai défini. En outre, il peut exister des droits ou d'autres actifs garantissant aux détenteurs du titre le service ou la distribution des revenus dans les délais requis. En général, les titres adossés à des actifs sont émis par un véhicule *ad hoc* créé en vue d'acquérir le portefeuille d'actifs financiers auprès de l'émetteur/cédant. À cet égard, la rémunération des titres adossés à des actifs est essentiellement basée sur les flux de trésorerie générés par les actifs figurant dans le portefeuille sous-jacent et d'autres droits destinés à assurer le règlement en temps requis, comme les facilités de crédit, les garanties ou d'autres mécanismes généralement qualifiés de rehaussement du crédit. »

financière. En effet, les ABS fondés sur des crédits hypothécaires américains très risqués – les *subprimes* –, sont devenus des vecteurs de la propagation des risques financiers, entraînant des pertes et la faillite de grandes institutions comme Lehman Brothers.

L'Eurosystème a continué à accepter les ABS comme garanties éligibles pendant la crise afin de faciliter la transmission des liquidités aux banques et d'encourager le maintien des activités de prêt par les banques aux individus, ainsi qu'aux petites et moyennes entreprises (ci-après les «PME»). Les ABS sont ainsi reconnus comme des instruments financiers susceptibles de faciliter le financement de l'activité économique réelle à condition de remplir certains critères de transparence et de sécurité.

21. Dans le cadre de l'éligibilité des actifs pour les opérations de crédit de l'Eurosystème, une nouvelle tendance a vu le jour: les ABS ont été structurés dans l'unique but de constituer des garanties éligibles pour les BCN. Une banque va généralement transformer ses actifs illiquides et inéligibles en actifs liquides par le biais de l'émission d'ABS par une entité émettrice spécialement créée à cet effet. La banque va être à la fois le cédant et l'unique investisseur dans ces ABS. En effet, elle va acheter l'intégralité de l'émission d'ABS qu'elle va ensuite soumettre comme actif éligible à sa BCN.

Les cas d'utilisation pour compte propre d'ABS sont devenus très répandus à la suite de la crise financière qui s'est matérialisée par une crise de la liquidité et des garanties éligibles. Dans ces circonstances, la titrisation ne remplit plus son but économique traditionnel de transfert des risques, puisque les risques ne sont plus transférés aux investisseurs sur les marchés financiers. La titrisation joue un simple rôle de transformation des actifs illiquides en garanties éligibles.

22. Dans l'Eurosystème, les ABS, comme tous les autres titres de créance, font l'objet d'une évaluation de la part de la BCN du pays dans lequel les ABS sont admis sur un marché réglementé. Les bourses du Luxembourg et de l'Irlande étant les marchés privilégiés pour la cotation des ABS, les deux banques centrales du Luxembourg et de l'Irlande jouent un rôle important dans l'évaluation de la conformité de ces instruments financiers aux règles d'éligibilité de l'Eurosystème.

La BCN, qui évalue l'éligibilité, soumet l'ABS qu'elle considère éligible à la BCE, qui inclut les instruments dans la Liste unique des actifs éligibles. La BCN en charge de l'évaluation est souvent différente de la BCN qui octroie le crédit aux banques détenant les ABS.

La BCL analyse l'éligibilité de tous les ABS qui font l'objet d'une cotation sur la Bourse de Luxembourg, indépendamment de la loi applicable aux ABS. De ce fait, la BCL est confrontée à une multitude de législations applicables à ces produits financiers. Dès lors que des questions d'ordre juridique se posent dans une législation étrangère, elle peut faire appel à la BCN du pays dont la législation régit la titrisation.

§ 2 Le régime conventionnel et non conventionnel applicable aux ABS

Comme déjà mentionné, l'Eurosystème a créé un double cadre des critères d'éligibilité des actifs : un cadre conventionnel et un cadre des mesures prises par l'Eurosystème en réponse à la crise, à savoir les mesures exceptionnelles et temporaires.

A. Le régime conventionnel

23. Les ABS sont des titres de créance et doivent, par conséquent, remplir les critères d'éligibilité applicables aux titres de créance⁵¹, sauf exception prévue par la Documentation générale. La Documentation générale contient également des critères d'éligibilité supplémentaires, spécifiques aux ABS⁵².

Premièrement, les ABS éligibles sont exemptés de l'exigence de comporter un montant principal fixe et inconditionnel normalement applicable aux titres de créance, puisque leur performance est liée, par définition, à celle des actifs sous-jacents⁵³.

Les critères d'éligibilité des ABS sont, ensuite, relatifs aux limites géographiques des différents éléments de la transaction, au transfert des actifs sous-jacents, à la transparence et l'homogénéité de ceux-ci, à la non-subordination des ABS et à leur qualité de crédit.

1. Les limites géographiques

24. Les ABS doivent répondre à des critères géographiques limitatifs, tous les éléments de la transaction devant se situer dans l'Espace économique européen (ci-après « l'EEE »⁵⁴). Le cédant des actifs sous-jacents (*originator*) et, le

⁵¹ Voy. sous-section 1. Les titres de créance, *supra*.

⁵² Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, de la Documentation générale; section 4.5.2 de l'annexe 8 des Conditions générales.

⁵³ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, de la Documentation générale.

⁵⁴ L'EEE comprend l'Union européenne, ainsi que la Norvège, l'Islande et le Liechtenstein.

cas échéant, le vendeur intermédiaire, ainsi que l'émetteur des ABS doivent être établis dans l'EEE⁵⁵.

Les actifs sous-jacents sont également soumis à des critères géographiques. Lorsque les actifs sous-jacents des ABS sont des créances, les créanciers et les débiteurs, ainsi que les garants doivent être constitués ou être résidents, selon qu'il s'agit d'une personne morale ou physique, dans l'EEE⁵⁶.

Le droit régissant la créance doit être également celui d'un État membre de l'EEE⁵⁷.

Lorsque les actifs sous-jacents sont des obligations, les émetteurs doivent être constitués dans l'EEE et les obligations doivent être régies par le droit d'un État membre de l'EEE⁵⁸.

25. Les critères géographiques des ABS sont, par conséquent, plus limitatifs que ceux visant les autres types de titres de créance (hormis le cas des obligations sécurisées), dont l'émetteur peut être établi non seulement dans l'EEE, mais aussi dans les pays du G10 qui ne font pas partie de l'EEE : les États-Unis, le Canada, le Japon et la Suisse.

2. L'acquisition des actifs sous-jacents

26. L'acquisition des actifs sous-jacents par l'émetteur doit répondre à deux exigences. Premièrement, elle doit être régie par le droit d'un État membre de l'Union européenne⁵⁹. Deuxièmement, l'acquisition doit constituer une véritable cession opposable aux tiers⁶⁰. Cette règle exclut les titrisations synthétiques, qui ne comportent pas la vente des actifs sous-jacents à l'émetteur, mais uniquement le transfert aux investisseurs du risque financier lié aux actifs. La règle a pour but de protéger les investisseurs dans un scénario d'insolvabilité du cédant en évitant que les actifs sous-jacents, qui assurent le flux de revenus pour les investisseurs, tombent dans la masse de la faillite du cédant ou fassent l'objet d'actions initiées par les créanciers du cédant.

Le risque d'annulation de la vente et de restitution des actifs sous-jacents en cas d'insolvabilité du cédant ou de l'intermédiaire est évalué de manière plus détaillée lorsque le cédant ou l'intermédiaire est constitué dans un pays de l'EEE autre qu'un pays de la zone euro ou le Royaume-Uni. Dans ce cas, une

⁵⁵ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, c), de la Documentation générale.

⁵⁶ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, e), de la Documentation générale.

⁵⁷ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, e), de la Documentation générale.

⁵⁸ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, e), de la Documentation générale.

⁵⁹ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, a), de la Documentation générale.

⁶⁰ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, b), de la Documentation générale.

opinion juridique indépendante est nécessaire pour analyser les dispositions susceptibles d'imposer des restitutions⁶¹.

3. Les règles relatives aux liens étroits

27. Les règles de la Documentation générale relatives aux liens étroits⁶² s'appliquent également aux ABS avec quelques adaptations.

Un ABS ne peut pas être donné en garantie par une banque si celle-ci ou un tiers avec lequel elle entretient des liens étroits conclut une opération de couverture de change (*currency swap*) fournissant une couverture de change à l'émetteur ou fournit une ligne de liquidité d'un montant de 20 % ou plus de l'encours de l'ABS⁶³.

Cette règle a pour but de limiter toute dépendance financière entre l'émetteur d'ABS et la banque cédante des actifs et de limiter, ainsi, les risques découlant de l'insolvabilité de la banque cédante. Cependant, le contrôle de cette règle reste, en pratique, difficile en raison de la complexité des montages financiers liés à la titrisation.

4. La transparence et l'homogénéité des actifs sous-jacents

28. Les actifs sous-jacents doivent être homogènes, c'est-à-dire appartenir à une seule catégorie d'actifs parmi les prêts immobiliers résidentiels, les prêts immobiliers commerciaux, les prêts aux PME, les prêts automobiles, les prêts à la consommation et le crédit-bail. Les ABS couverts par des actifs hétérogènes resteront, cependant, admissibles jusqu'au 31 mars 2014⁶⁴.

La transparence des actifs sous-jacents est assurée par l'obligation imposée aux parties concernées de transmettre des données standardisées sur les prêts sous-jacents (*loan-level data*), conformément à des formulaires mis à disposition par l'Eurosysteme⁶⁵.

La Documentation générale impose également des critères négatifs relatifs aux actifs sous-jacents, en excluant expressément les tranches d'autres ABS, les titres indexés sur un risque de crédit (*credit default swaps* ou *CDS*), les *swaps* ou d'autres produits dérivés. L'interdiction est exprimée en des termes très stricts : les actifs sous-jacents « ne doivent pas se composer en tout ou en partie, de fait ou potentiellement » des instruments financiers susmentionnés,

⁶¹ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, de la Documentation générale.

⁶² Cf. section 3. Les liens étroits, *infra*.

⁶³ Section 6.2.3.2. de la Documentation générale; section 4.1.3.2 de l'annexe 8 des Conditions générales.

⁶⁴ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, de la Documentation générale.

⁶⁵ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, de la Documentation générale.

afin d'éviter les ABS opaques pour lesquels l'actif sous-jacent ultime est peu visible⁶⁶.

Cette interdiction étant fondée sur un souci de transparence, des exceptions existent pour les structures jugées transparentes. Ainsi ne sont pas interdits les ABS ayant comme sous-jacents d'autres ABS, lorsque la structure émettrice comporte deux véhicules *ad hoc* qui se transfèrent les ABS au moyen d'une véritable cession. Les dérivés qui ont un simple but de couverture, considéré comme légitime, ne sont pas l'objet de l'interdiction⁶⁷.

5. La non-subordination

29. Pour être éligible, une tranche d'ABS ne doit pas être subordonnée à d'autres tranches. En conséquence, elle doit être payée en priorité par rapport à d'autres tranches et doit être la dernière à supporter les pertes. La règle du paiement prioritaire vise le montant du principal, ainsi que les intérêts et s'applique aussi dans le cas d'un avis de règlement accéléré⁶⁸.

6. L'évaluation de la qualité de crédit

30. La qualité de crédit n'est pas un critère juridique, mais elle est un critère décisif dans l'évaluation des ABS, qui doivent répondre à des exigences plus élevées que d'autres titres de créance.

Alors que la plupart des titres de créance doivent avoir une seule notation d'au moins «triple B», les ABS nécessitent actuellement deux évaluations de deux ECAI⁶⁹, avec une notation de «triple A» à l'émission et de «simple A» pendant la durée de vie de l'ABS⁷⁰.

31. Les ABS revêtent diverses formes et répondent à des critères qui diffèrent selon qu'il s'agit du régime conventionnel ou des mesures exceptionnelles temporaires de l'Eurosystème. En fonction de la catégorie d'ABS et de la notation y afférente, les ABS font l'objet de décotes qui varient selon le risque attaché à ces instruments. Ainsi, une décote plus importante correspond à un risque perçu comme plus élevé.

En dehors de ces critères d'éligibilité, les BCN de l'Eurosystème se réservent le droit de demander des informations et des documents supplémentaires relatifs à la structure de l'ABS et, en cas de refus de communication de l'information,

⁶⁶ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, d), de la Documentation générale.

⁶⁷ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, d), de la Documentation générale.

⁶⁸ Section 6.2.1.1., deuxième paragraphe, de la Documentation générale.

⁶⁹ Il s'agit d'un organisme externe d'évaluation du crédit, tel qu'une agence de notation.

⁷⁰ Section 6.3.2. (b) de la Documentation générale.

les BCN ont le droit de suspendre ou de refuser l'éligibilité des instruments concernés.

B. Le régime non conventionnel

32. Outre les ABS éligibles en vertu des critères conventionnels de la Documentation générale, l'Eurosystème a admis comme éligibles certains autres ABS, et ce, en vertu de mesures exceptionnelles qui s'appliquent de manière temporaire, mais pour une durée indéfinie, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs de la BCE estime qu'elles ne sont plus nécessaires pour assurer le bon fonctionnement de la politique monétaire.

Les critères d'éligibilité de ces ABS supplémentaires sont définis dans l'orientation BCE/2013/4⁷¹, mise en œuvre dans le droit national par le règlement BCL/2013/N° 15 du 3 mai 2013⁷².

Les ABS supplémentaires comprennent deux catégories : (i) ceux qui sont éligibles dès lors qu'ils remplissent les critères de la Documentation générale, ainsi que ceux de l'orientation BCE/2013/4; et (ii) ceux que les BCN ont la faculté, mais pas l'obligation, d'accepter comme garanties éligibles.

1. Les ABS supplémentaires devant être acceptés comme garanties éligibles

33. Dans le contexte de la crise, l'Eurosystème accepte en garantie, de manière temporaire et exceptionnelle, certains ABS qui ne répondent pas aux obligations générales relatives à l'évaluation du crédit.

Des ABS bénéficiant de deux notations au moins égales à « triple B » à l'émission et à tout moment, sont éligibles s'ils remplissent, outre tous les autres critères d'éligibilité conventionnels des ABS mentionnés ci-dessus, des critères supplémentaires relatifs aux actifs sous-jacents et des critères relatifs à la continuité du service.

34. Les actifs sous-jacents des ABS supplémentaires doivent répondre à un critère positif et à un critère négatif.

En premier lieu, ces actifs doivent être homogènes. Le mélange n'est pas permis parmi les catégories d'actifs suivantes: créances hypothécaires, prêts immobi-

⁷¹ Article 3 de l'orientation BCE/2013/4.

⁷² Article 3 du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2013/N° 15 du 3 mai 2013 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 20 mars 2013 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (refonte) (BCE/2013/4) (*Mémorial A*, n° 83, 3 mai 2013, p. 978).

liers commerciaux, prêts aux PME⁷³, prêts automobiles, crédit-bail et crédit à la consommation. Ce premier critère reprend le critère d'homogénéité des actifs déjà prévu par le régime conventionnel, mais il est d'application immédiate, sans dérogation et sans période de transition pour des ABS adossés à des actifs hétérogènes⁷⁴.

En second lieu, certains actifs sont exclus. Les actifs sous-jacents ne doivent pas contenir des prêts improductifs, des prêts structurés, syndiqués ou avec un effet de levier lors de l'émission ou pendant la durée de vie des titres⁷⁵. Les prêts improductifs sont définis comme des prêts dont le remboursement des intérêts ou du principal est échu depuis plus de 90 jours et dont le débiteur est en situation de défaut⁷⁶. Les prêts structurés sont ceux qui font intervenir des créances subordonnées, alors que les prêts à effet de levier sont accordés à une société déjà considérablement endettée, pour financer par exemple un rachat ou une prise de contrôle dans des opérations de *leveraged buy-out (LBO)*⁷⁷.

35. Les mesures supplémentaires imposent également que la documentation des ABS contienne des dispositions relatives à la continuité du service de la dette en cas de défaillance du gestionnaire du portefeuille d'actifs⁷⁸. Cette disposition est de nature à assurer que les investisseurs continuent de bénéficier des flux financiers des actifs sous-jacents dans un scénario de défaut du gestionnaire des actifs (*servicer*). Le gestionnaire d'actifs peut être la banque cédante elle-même ou une entreprise tierce. En cas d'insolvabilité, il est important qu'un gestionnaire alternatif continue à collecter, par exemple, les mensualités des prêts sous-jacents⁷⁹.

Si tous les critères sont réunis, ces ABS supplémentaires doivent être acceptés par les BCN, alors même qu'ils ne bénéficient que de deux notations «triple B» plutôt que de notations standard de «triple A», lors de l'émission, et de «simple A», pendant la durée de vie⁸⁰.

⁷³ Une PME est définie à l'article 3, sixième paragraphe, de l'orientation BCE/2013/4, comme «toute entité exerçant une activité économique, indépendamment du statut juridique de cette entité, lorsque le chiffre d'affaires déclaré pour l'entité, ou lorsque l'entité fait partie d'un groupe consolidé, pour le groupe consolidé, est inférieur à 50.000.000 EUR».

⁷⁴ Article 3, premier paragraphe, a) et b), de l'orientation BCE/2013/4.

⁷⁵ Article 3, premier paragraphe, c), de l'orientation BCE/2013/4.

⁷⁶ Article 3, sixième paragraphe, 3), de l'orientation BCE/2013/4.

⁷⁷ Article 3, sixième paragraphe, 4) et 6), de l'orientation BCE/2013/4.

⁷⁸ Article 3, premier paragraphe, d) de l'orientation BCE/2013/4.

⁷⁹ Article 3, sixième paragraphe, 7), de l'orientation BCE/2013/4.

⁸⁰ Article 3, premier paragraphe, de l'orientation BCE/2013/4.

Les BCN ont également l'option d'accepter certains ABS supplémentaires qui ne répondent pas aux critères mentionnés ci-dessus.

2. Les ABS supplémentaires pouvant être acceptés comme garanties éligibles

36. Une BCN peut accepter des ABS qui bénéficient de deux notations au moins égales à «triple B», qui ont été émis avant le 20 juin 2012 et qui remplissent tous les autres critères d'éligibilité conventionnels applicables aux ABS, tels que décrits ci-avant, à condition de répondre à un critère particulier concernant les actifs sous-jacents⁸¹.

Dans ce cas de figure, les actifs sous-jacents doivent être soit des créances hypothécaires, soit des prêts aux PME, soit les deux. Il y a uniquement deux catégories d'actifs et une combinaison entre les deux étant possible, les actifs sous-jacents peuvent être, dans ce cas précis, hétérogènes⁸².

La définition des créances hypothécaires contenue dans les mesures temporaires exceptionnelles est très large, puisqu'elle inclut, outre les prêts garantis par une hypothèque, les prêts immobiliers résidentiels garantis par une entité du secteur public ou un établissement financier soumis à un contrôle public, lorsque la garantie donne lieu à un paiement rapide après la défaillance du débiteur principal⁸³.

Jusqu'à présent, la BCL n'a pas souhaité utiliser l'option d'accepter cette catégorie d'ABS supplémentaires.

Sous-section 3

Les obligations sécurisées

37. Les obligations sécurisées sont des titres de créance garantis par un portefeuille de couverture composé de créances assorties de leurs garanties spécialement affectées à ce titre. Les porteurs d'obligations sécurisées bénéficient d'un droit privilégié sur les valeurs de couverture qui leur sont affectées, primant tous autres droits, privilèges et priorités. En raison de cette protection optimale de l'investisseur, les obligations sécurisées bénéficient généralement de notations très favorables de la part des agences de notation.

Il existe différentes catégories d'obligations sécurisées dépendant de la nature des actifs qui composent le portefeuille de couverture. Traditionnellement, que ce soit au niveau européen ou au niveau des pays de l'Eurosystème, ces

⁸¹ Article 3, cinquième paragraphe, de l'orientation BCE/2013/4.

⁸² Article 3, cinquième paragraphe, de l'orientation BCE/2013/4.

⁸³ Article 3, sixième paragraphe, 1), de l'orientation BCE/2013/4.

catégories sont au nombre de trois : (1) les obligations sécurisées publiques, (2) les obligations sécurisées hypothécaires et (3) les obligations sécurisées mobilières.

À la différence d'un ABS, une obligation sécurisée n'est pas un instrument de titrisation, puisqu'elle est reflétée au bilan de la banque émettrice.

38. Les règles relatives à l'éligibilité des obligations sécurisées dans le contexte des opérations de politique monétaire sont, contrairement aux ABS ou aux créances privées, exclusivement énoncées par la Documentation générale.

39. Les obligations sécurisées doivent satisfaire aux critères communs d'éligibilité des actifs négociables, tels que détaillés ci-avant au § 1 de la sous-section 1. À côté de ces exigences communes, la Documentation générale prévoit des critères d'éligibilité additionnels applicables aux obligations sécurisées. En effet, à compter du 31 mars 2013, le portefeuille de couverture d'une obligation sécurisée ne peut plus contenir d'ABS, excepté dans les cas (cumulatifs) suivants :

- a) les titres sont conformes aux exigences prévues par les directives 2006/48/CE (*Capital Requirements Directive* – ci-après «la CRD») et 2006/49/CE⁸⁴ en ce qui concerne la présence d'ABS dans des obligations sécurisées ;
- b) les titres ont été cédés (*originated*) par un membre du groupe consolidé dont l'émetteur des obligations sécurisées est également membre ou par une entité affiliée à l'organisme central auquel l'émetteur des obligations sécurisées est également affilié ; et
- c) les titres sont utilisés comme outil technique pour le transfert de prêts immobiliers ou de prêts immobiliers garantis depuis l'entité cedante vers le portefeuille de couverture⁸⁵.

40. Au-delà des critères d'éligibilité applicables aux obligations sécurisées, la Documentation générale prévoit des obligations additionnelles relatives à l'utilisation des actifs éligibles parmi lesquelles l'interdiction d'apporter en

⁸⁴ Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte) (*JOUE*, n° L 177 du 30 juin 2006, p. 1); directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (refonte) (*JOUE*, n° L 177 du 30 juin 2006, p. 201).

⁸⁵ Section 6.2.1.1., point 3, de la Documentation générale.

garantie un titre émis ou garanti par elle-même ou par une autre entité avec laquelle elle entretient des liens étroits⁸⁶.

Ce principe connaît cependant une exception propre aux obligations sécurisées. En effet, les obligations sécurisées sont éligibles à l'utilisation pour compte propre, c'est-à-dire malgré l'existence d'un lien étroit au sens de la Documentation générale :

- (a) si elles sont émises conformément aux critères énoncés dans la directive 2006/48/CE, annexe VI, 1^{re} partie, points 68 à 70 ; ou
- (b) si elles sont protégées par des dispositions juridiques comparables à celles visées au point (a), comme par exemple dans le cas (i) des titres non négociables adossés à des créances hypothécaires sur des particuliers (ci-après les « RMBD »⁸⁷) qui ne sont pas des titres ou (ii) des obligations sécurisées des banques qui satisfont à tous les critères énoncés à l'annexe VI, 1^{re} partie, points 68 à 70 de la CRD, à l'exception des limites concernant les prêts garantis dans le portefeuille de couverture.

Avant la modification de la Documentation générale du 26 novembre 2012, l'utilisation pour compte propre des obligations sécurisées était subordonnée à une émission conforme (i) aux critères de l'article 52, paragraphe 4⁸⁸ (ancien article 22, paragraphe 4), de la directive OPCVM⁸⁹ ou (ii) à des dispositions offrant une protection juridique comparable aux critères posés par la directive OPCVM.

41. Depuis le 26 novembre 2012, la Documentation générale exige que les obligations sécurisées répondent aux critères énoncés à l'annexe VI, 1^{re} partie, points 68 à 70 de la CRD.

⁸⁶ Section 6.2.3.2., de la Documentation générale.

⁸⁷ *Retail mortgage-backed debt instruments*.

⁸⁸ Les critères énoncés par l'article 52, paragraphe 4, de la directive OPCVM sont les suivants : (i) les obligations sécurisées doivent être émises par une institution de crédit ayant son siège statutaire dans un État membre de l'Union européenne, (ii) l'institution de crédit doit être légalement soumise à une surveillance spéciale des autorités publiques destinée à protéger les détenteurs d'obligations, (iii) les sommes découlant de l'émission de ces obligations sont investies, conformément à la législation, dans des actifs qui, (iv) durant toute la période de validité des obligations, peuvent couvrir les créances résultant des obligations et qui (v) en cas de faillite de l'émetteur seraient utilisés en priorité pour le remboursement du principal et le paiement des intérêts courus.

⁸⁹ La directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) a fait l'objet d'une refonte par la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

En vertu des points 68 à 70, 1^{re} partie de l'annexe VI de la CRD, les obligations sécurisées bénéficient d'une pondération privilégiée des risques de crédit uniquement (1) s'ils sont conformes aux standards de l'article 52 (4) de la directive OPCVM, (2) si les valeurs de couverture qui garantissent les obligations sécurisées sont constituées d'actifs remplissant des critères quant à leur nature et la qualité du crédit et (3) dans la mesure où ils respectent certaines exigences minimales en ce qui concerne l'évaluation et la surveillance des obligations sécurisées garanties par des prêts hypothécaires. Les actifs éligibles en tant que collatéral pour les obligations sécurisées sont énumérés exhaustivement par la CRD et correspondent (i) aux expositions sur ou garanties par des entités du secteur public, (ii) aux expositions sur des établissements, (iii) aux prêts garantis par un bien immobilier résidentiel ou commercial, (iv) aux parts privilégiées émises par des organismes de titrisation qui réalisent de la titrisation des expositions sur l'immobilier résidentiel et commercial et (v) aux prêts garantis par des bateaux.

Outre la nature des actifs, des critères relatifs au champ d'application géographique, à la qualité du crédit dont doivent relever les actifs sous-jacents, aux limites posées par catégorie d'actifs et à la valorisation de l'actif servant de valeur de couverture, sont également définis par la CRD.

Les critères énoncés à l'annexe VI, 1^{re} partie, points 68 à 70 de la CRD vont au-delà des critères posés par la directive OPCVM. Considérant le fait qu'il s'agit de standards minimums posés au niveau européen et que la majeure partie des pays de l'Eurosystème ont une législation en place qui est conforme à la CRD, il a été décidé d'en faire la règle. Cependant, les États dont la législation n'est pas strictement conforme aux critères de la CRD disposent toujours de la possibilité de prouver que les obligations sécurisées émises conformément à leur législation offrent une protection juridique comparable aux instruments émis conformément aux critères de la CRD.

42. Il est également important de souligner que la CRD prévoit une exception générale au point 70, 1^{re} partie de l'annexe VI, selon laquelle les obligations sécurisées qui répondent à la définition de l'article 54, paragraphe 2, de la directive OPCVM et qui sont émises avant le 31 décembre 2007 peuvent aussi bénéficier, jusqu'à leur échéance, du traitement préférentiel, c'est-à-dire de la pondération privilégiée du risque de crédit. Cela signifie que les obligations sécurisées qui remplissent les critères énoncés par la directive OPCVM et qui ont été émises avant le 31 décembre 2007 restent éligibles à l'utilisation pour compte propre dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème.

Si la plupart des pays de l'Eurosystème a une législation en place qui est conforme à la CRD, il en va différemment de deux pays, à savoir le Luxembourg et la France. La France, dont la non-conformité se limite à un critère

pour une catégorie d'obligations sécurisées, a obtenu une dérogation, directement insérée dans le texte de la Documentation générale⁹⁰.

43. Au Luxembourg, les banques d'émission de lettres de gage sont régies par un cadre légal spécifique, à savoir la loi du 27 juin 2013 relative aux banques d'émission de lettres de gage, qui est insérée dans une section spéciale de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier^{91 92}. Les critères posés par la loi luxembourgeoise sont conformes à la directive OPCVM, mais ne respectent pas l'ensemble des exigences posées par la CRD. C'est la définition des actifs sous-jacents, mais aussi le champ d'application géographique, les limites pour chacune des catégories d'actifs ou encore la qualité du crédit qui peuvent différer selon la nature des lettres de gage. Concernant la valorisation des actifs servant de valeurs de couverture, la loi luxembourgeoise prévoit les mêmes taux que la CRD en fonction des catégories d'actifs⁹³.

Outre ces éléments, une différence majeure entre les deux textes doit être soulignée; elle concerne les lettres de gage publiques et, plus particulièrement, la définition d'« entités du secteur public » qui comprend les entreprises publiques dans la loi luxembourgeoise et non dans la CRD.

44. Il ressort de ce qui précède que les lettres de gage émises conformément à la loi luxembourgeoise ne sont pas automatiquement considérées comme étant éligibles à l'utilisation pour compte propre par les contreparties de l'Eurosystème dans le cadre des opérations de politique monétaire. Au contraire, l'éligibilité des lettres de gage émises, en vue de l'utilisation pour compte propre, reste sujette à une analyse au cas par cas au moment où elles sont proposées en garantie à l'Eurosystème. Il convient de souligner que, dans tous les cas, les émetteurs de lettres de gage au Luxembourg peuvent décider de respecter les prescriptions de la CRD.

La question de savoir si, plus généralement, la loi luxembourgeoise offre une protection juridique comparable aux critères de la CRD reste ouverte.

⁹⁰ Section 6.2.3.2. de la Documentation générale.

⁹¹ Cf. «Section 3. Dispositions particulières aux banques d'émission de lettre de gage», articles 12-1 et suivants de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier, telle que modifiée.

⁹² La loi du 27 juin 2013 relative aux banques d'émission de lettres de gage (*Mémorial A*, n° 111, 1^{er} juillet 2013, p. 1612), qui remplace la loi du 21 novembre 1997 relative aux banques d'émission de lettres de gage, telle que modifiée, et ce, également dans la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

⁹³ La loi luxembourgeoise prévoit que les créances résultant de prêts assortis de garanties ne peuvent servir de valeurs de couverture qu'à hauteur de 60% de la valeur estimée de réalisation du bien immobilier ou mobilier servant de garantie. Ce taux est de 80% pour les créances résultant de prêts assortis de garanties et qui financent des immeubles d'habitation.

Section 2

Les actifs non négociables

Trois catégories d'actifs non négociables figurent actuellement dans la Liste unique des actifs éligibles; il s'agit (i) des créances privées, (ii) des RMBD et (iii) des dépôts à terme fixe effectués par les contreparties éligibles.

Sous-section 1

Les créances privées**§ 1. Le régime conventionnel**

45. Depuis le 1^{er} janvier 2007, les BCN de l'Eurosystème doivent accepter, en garantie de leurs crédits, non plus seulement des titres de créance, mais également des créances privées⁹⁴.

L'acceptation de créances à titre de garantie fut une nouveauté pour la BCL, qui contrairement à d'autres BCN de l'Eurosystème, notamment la France et l'Allemagne, n'avait jamais recouru à ce type de garanties.

Le 26 octobre 2006, le gouvernement luxembourgeois a déposé le projet de loi n° 5627 relative aux marchés d'instruments financiers qui visait principalement à transposer la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 en droit luxembourgeois, mais comportait aussi un article 172 ayant trait à la modification de la loi organique de la BCL.

La réforme ainsi opérée traite notamment de l'utilisation des créances comme sûreté garantissant les crédits accordés par la BCL.

46. Dans son avis du 11 décembre 2006⁹⁵, la BCE s'est déclarée favorable au projet tout en proposant quelques modifications, parmi lesquelles figurait en particulier l'extension du champ d'application de la loi afin de couvrir les cas où la BCL agit comme mandataire d'autres BCN de l'Eurosystème pour la constitution transfrontière de garanties portant sur des créances dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème. Le gouvernement a fait siennes les propositions de modification et a adapté son projet de loi initial en conséquence.

La BCL a dû adapter ses Conditions générales, en imposant le recours à un *Master pledge agreement for credit claims*, qui s'inscrit dans le cadre général de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière (ci-après « la loi du 5 août 2005 »)⁹⁶.

⁹⁴ Section 6.2.2.1. de la Documentation générale; section 4.1.2.1 de l'annexe 8 des Conditions générales des opérations de la BCL.

⁹⁵ Avis de la BCE du 11 décembre 2006 sollicité par le ministère luxembourgeois des Finances sur un projet de loi relative aux marchés d'instruments financiers (CON/2006/56).

⁹⁶ *Mémorial A*, n° 128, 16 août 2005, p. 2212.

A. *Le champ d'application*

47. Si le projet est inspiré de la législation belge, il comporte par rapport à celle-ci, et, à la suite de la modification résultant de l'avis de la BCE, une amélioration non négligeable⁹⁷. Contrairement à la législation belge, le dispositif mis en place par la loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers (ci-après «la loi du 13 juillet 2007») ⁹⁸ vise à s'appliquer non seulement aux gages luxembourgeois mais aussi aux gages constitués dans un cadre transfrontière⁹⁹.

Nonobstant le libellé de l'article 22-1. (2) de la loi organique, la BCL, qui recourt essentiellement au gage, n'est pas limitée dans son choix d'accepter d'autres formes de mise en garantie, ceci par application du droit commun, en particulier la loi du 5 août 2005. La BCL est libre de déterminer les techniques de mise en garantie appropriées par le biais de ses Conditions générales dans le respect de sa loi organique et des statuts du SEBC.

B. *L'opposabilité aux tiers*

48. Avant l'entrée en vigueur de la loi du 20 mai 2011 ¹⁰⁰ modifiant la loi du 5 août 2005, la dépossession en matière de créances se réalisait à l'égard des tiers, lorsque la constitution du gage avait été notifiée au débiteur des créances nanties ou acceptée par ce dernier ¹⁰¹.

Lors de l'entrée en vigueur de la loi du 13 juillet 2007, la mise en gage de créances au profit de la BCL devenait opposable à l'égard des tiers à partir de son inscription dans le registre ¹⁰².

Ainsi, la notification au débiteur fut remplacée par une inscription dans le registre ¹⁰³. À la suite de la réforme, si le banquier constituant du gage continue

⁹⁷ La réforme s'inscrit dans la lignée de celles récemment conduites dans plusieurs pays de la zone euro, dont la Belgique, l'Espagne, la Grèce, le Portugal et la Slovénie.

⁹⁸ Loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers (*Mémorial A*, n° 116, 16 juillet 2007).

⁹⁹ Article 22-1. (5) de la loi organique.

¹⁰⁰ Loi du 20 mai 2011 portant transposition des directives 2009/110/CE et 2009/44/CE et portant modification de loi du 5 août 2005 (*Mémorial A*, n° 104, 24 mai 2011, p. 1638).

¹⁰¹ Ancien article 5 (3) de la loi du 5 août 2005.

¹⁰² Article 22-1. (3) de la loi organique.

¹⁰³ Du 1^{er} janvier 2007 au 1^{er} novembre 2007, date d'entrée en vigueur de la loi du 13 juillet 2007, le banquier constituant devait notifier la mise en gage au débiteur et était autorisé à continuer d'exercer les droits liés à la créance, sans préjudice des droits de la BCL, en tant que bénéficiaire du gage.

à assurer l'information du débiteur, celle-ci ne conditionne plus la validité du gage ni son opposabilité aux tiers.

Le but du législateur n'était pas de modifier le droit commun en matière de garanties financières, tel qu'il résulte en particulier de la loi du 5 août 2005, mais simplement de prévoir au profit de la BCL une nouvelle procédure d'opposabilité aux tiers. De ce fait, la loi du 5 août 2005 demeure applicable à tous les autres aspects non régis par l'article 22-1. de la loi organique.

À présent, sous le régime de la loi du 5 août 2005, telle que modifiée par la loi du 20 mai 2011, l'opposabilité aux tiers des gages sur créances continue de se réaliser, comme par le passé, par l'inscription au registre et l'opposabilité vis-à-vis du débiteur de la créance, lors de la conclusion du contrat de gage portant sur des créances¹⁰⁴.

Le registre n'intervient que pour la mise en gage de créances et non de tous les autres actifs éligibles fournis à titre de garantie. Enfin, le dispositif institué à l'article 22-1. s'appliquant de manière exclusive, les contreparties qui souhaitent mettre en gage des créances au profit de la BCL ou d'une BCN de l'Eurosystème, sont obligées d'utiliser le registre.

C. La gestion des créances gagées

49. En accord avec les règles de la BCE, la BCL n'intervient pas dans la gestion du prêt, sauf en cas de défaut de paiement de sa contrepartie. Conformément aux arrangements contractuels conclus avec les contreparties, le débiteur peut continuer à payer valablement entre les mains de son créancier jusqu'au jour de la notification par la BCL du défaut au débiteur.

L'introduction du registre n'a pas entraîné de modification en la matière, puisque les contreparties continuent à assurer la gestion des créances sous réserve des droits de la BCL, notamment en cas de défaut de ces dernières.

D. La priorité du gage

50. L'article 22-1. (4) de la loi organique prévoit que la garantie constituée au profit de la BCL par la mise en gage prime toute garantie ultérieure portant sur ces mêmes créances gagées.

Dans son avis¹⁰⁵, la BCE examine la priorité du gage de la BCL par rapport aux gages antérieurs et s'exprime en ces termes : « À moins que le législateur

¹⁰⁴ Article 5, paragraphe 4, de la loi du 5 août 2005, telle que modifiée par la loi du 20 mai 2011.

¹⁰⁵ Avis de la BCE du 11 décembre 2006 sollicité par le ministère luxembourgeois des Finances sur un projet de loi relative aux marchés d'instruments financiers (CON/2006/56).

luxembourgeois n'entende conférer à la BCL une primauté absolue liée à l'inscription d'un gage sur crédits dans le registre, quelle que soit la date de cette inscription, ce qui pour des raisons de sécurité juridique devrait être indiqué clairement dans le projet de loi, un tel conflit devrait être résolu par application de l'adage *prior tempore potior iure*. Par conséquent, le gage antérieur qui serait créé par application de l'article 5, paragraphe 3, de la loi du 5 août 2005 primerait sur le gage de la BCL.» Au regard des principes généraux, en particulier de sécurité juridique, il a semblé qu'une primauté absolue en faveur de la BCL, même par l'inscription dans le registre, vis-à-vis des gages antérieurs eut paru excessive, risquant de porter atteinte aux droits légitimes des tiers.

51. C'est par la voie contractuelle que le risque résultant d'une sûreté antérieure a été limité. En effet, les contreparties s'engagent contractuellement à confirmer à la BCL que la créance gagée est libre de toute sûreté généralement quelconque et préalable¹⁰⁶.

E. Le secret bancaire

52. La BCL a dû, lors des travaux de mise en œuvre de l'acceptation des créances à titre de garantie, s'assurer du respect des dispositions protectrices du secret bancaire. Les informations mentionnées sur le registre, notamment les données relatives aux débiteurs, sont susceptibles d'être visées par le secret bancaire¹⁰⁷. Les données en question peuvent faire l'objet d'une communication au sein de l'Eurosystème, mais peuvent également être transmises à des tiers à l'occasion de la réalisation du gage par une BCN.

53. Pour autoriser la transmission d'informations individualisées, il y a lieu de tenir compte de l'intérêt de la banque et de son client¹⁰⁸. Afin d'écartier tout risque de violation du secret bancaire, il est prévu que les contreparties de la BCL insèrent une clause-type dans les contrats de prêts bancaires signés avec leurs débiteurs. L'insertion de cette clause est une condition d'éligibilité de la garantie.

¹⁰⁶ Article 4.2.3 du *Master pledge agreement for credit claims*.

¹⁰⁷ Voy. dans ce sens l'article rédigé par E. SIMOES LOPES dans le *Bulletin de la BCL*, 2004/3 (pp. 68 et s.) intitulé «La mise en garantie de prêts bancaires auprès de la Banque centrale du Luxembourg au regard du secret bancaire luxembourgeois».

¹⁰⁸ En l'espèce, la divulgation des informations se fait indubitablement dans l'intérêt de l'établissement de crédit, qui souhaite donner en garantie des prêts bancaires. Dans une certaine mesure, la communication des informations s'opère également dans l'intérêt du débiteur de la contrepartie. En effet, l'intérêt du client de la banque peut, selon les cas, résider dans des conditions plus favorables accordées par la banque ou dans l'acceptation même du prêt par la banque qui voudra en faire un prêt mobilisable dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème.

Cette clause-modèle figurant à l'annexe 8 des Conditions générales de la BCL est ainsi rédigée :

«Le [débiteur] accepte et autorise la transmission par le [prêteur] à la Banque centrale du Luxembourg et à tout autre membre de l'Eurosystème, et l'utilisation, par ou pour le compte de ces entités (y compris la transmission au sein de l'Eurosystème), de toute information ayant trait au débiteur et à la relation de crédit nécessaire dans le cadre de la mobilisation de la créance comme garantie au profit de la Banque centrale du Luxembourg ou d'un autre membre de l'Eurosystème (y compris l'inscription dans un registre accessible à des tiers ou toute autre mesure de publicité requise pour la création ou le maintien de la garantie) et, le cas échéant, dans le cadre de la réalisation de cette garantie par ces entités (y compris la transmission de ces informations à des tiers se portant acquéreurs de la créance gagée).»

Il n'est pas exclu que le mécanisme mis en place en 2007 doive faire l'objet d'adaptations en fonction des développements qui pourront affecter à l'avenir la législation luxembourgeoise relative au secret bancaire.

F. Le fonctionnement du registre

54. La BCL «définit les règles de fonctionnement et de couverture de frais du registre»¹⁰⁹.

L'article 22-1., deuxième paragraphe, de la loi organique dispose que le registre est accessible aux tiers qui envisagent de recourir au gage de créances dans les conditions fixées par la BCL.

La BCL interprète cette disposition de manière à permettre l'accès au registre aux tiers présentant un intérêt légitime. Sont visés spécialement les créanciers-gagistes ultérieurs et les titulaires potentiels de droits réels, tels les cessionnaires. À aucun moment, une publicité totale du registre n'a été envisagée. Conformément à la loi et aux principes généraux de bonne gestion du service public, la BCL répercute sur les contreparties les coûts engendrés par l'inscription au registre.

G. Le régime transfrontière

55. Dans le cadre de la mise en gage de créances, la BCL agit pour son propre compte ou, selon les cas, pour le compte d'autres BCN de l'Eurosystème. Les créances données en gage par les contreparties luxembourgeoises comportent

¹⁰⁹ Article 22-1. (deuxième phrase) de la loi organique.

souvent un élément d'extranéité. Ceci est toujours le cas lorsque la BCL agit comme mandataire des BCN étrangères.

Or, l'opposabilité aux tiers et la priorité des gages sur créances dans un contexte transfrontière posent de nombreuses questions de droit international privé. À ce stade, les règles de conflit de lois et notamment les règles relatives à la détermination de la loi applicable à l'opposabilité aux tiers des gages, ne sont pas harmonisées au niveau européen.

Le droit luxembourgeois ne comporte pas de disposition de droit international privé régissant spécialement la mise en gage de créances. L'article 23 de la loi du 5 août 2005 vise uniquement les conflits de lois relatifs aux garanties sous forme d'instruments transmissibles par inscription en compte. Pour régler ces questions, le droit international privé en matière de cession de créance a été pris en considération.

Pour déterminer l'opposabilité de la cession de créance aux tiers, le facteur de rattachement, admis traditionnellement en droit luxembourgeois, a été retenu, à savoir le lieu du domicile du débiteur-cédé ou plutôt, en l'occurrence, le lieu du débiteur de la créance.

56. Pour pallier la complexité de la situation au niveau juridique, l'Eurosystème a limité l'utilisation de créances au moyen de critères prédéterminés. En effet, le nombre total de lois applicables (i) à la contrepartie, (ii) au créancier, (iii) au débiteur, (iv) au garant, (v) au contrat de prêt ainsi (vi) qu'au contrat de mise en gage ne peut pas dépasser le nombre de deux. Par ailleurs, les lois applicables doivent être les lois d'un État membre de la zone euro¹¹⁰.

Les questions de droit international privé sont actuellement appréhendées par les mécanismes internes spécifiques de l'Eurosystème qui font l'objet de diffusions sur les sites des BCN. Il est regrettable que, lorsque la directive relative aux garanties financières a été modifiée en 2009¹¹¹, les règles d'opposabilité n'aient pas été harmonisées.

§ 2. Le régime non conventionnel

57. Le 8 décembre 2011 et le 20 juin 2012, le Conseil des gouverneurs a décidé de prendre des mesures supplémentaires de soutien renforcé au

¹¹⁰ Section 6.2.2.1., h), de la Documentation générale.

¹¹¹ Directive 2009/44/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 mai 2009 modifiant la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, en ce qui concerne les systèmes liés et les créances privées (*JOUE*, n° L 146 du 10 juin 2009, p. 37).

crédit afin de soutenir la fourniture de crédits bancaires et de liquidités sur le marché monétaire de la zone euro. Parmi ces mesures figure la décision d'autoriser les BCN, en tant que solution temporaire, à accepter à titre de garantie les « créances privées supplémentaires » qui remplissent des critères d'éligibilité spécifiques.

L'orientation BCE/2013/4 fixe les critères spécifiques que doivent remplir les « créances privées supplémentaires ».

L'article 4, premier paragraphe, de l'orientation BCE/2013/4 pose le principe que les BCN peuvent accepter à titre de garantie des créances privées qui ne satisfont pas aux critères d'éligibilité de l'Eurosystème, tels qu'établis dans la Documentation générale.

Il est toutefois précisé que les BCN, qui décident d'accepter cette catégorie de créances privées à titre de garantie, ont l'obligation de déterminer les critères d'éligibilité et les mesures de contrôle des risques applicables, en identifiant les points sur lesquels il est dérogé aux exigences de la Documentation générale¹¹². Ces critères d'éligibilité et mesures de contrôle de risques doivent, par ailleurs, être soumis à l'approbation préalable du Conseil des gouverneurs.

58. Un mécanisme simplifié de mobilisation transfrontière est introduit aux troisième et quatrième paragraphes de l'article 4 précité. Cette mobilisation transfrontière ne peut intervenir que dans des circonstances exceptionnelles et est soumise à l'accord préalable du Conseil des gouverneurs. Le MBCC n'est pas répliqué pour cette catégorie d'actifs, mais remplacé par un dispositif d'accords bilatéraux entre BCN, qui à nouveau doivent faire l'objet d'un accord préalable du Conseil des gouverneurs.

59. À ce jour, le Conseil des gouverneurs a déjà approuvé trois vagues successives¹¹³ de cadres nationaux applicables aux créances privées supplémentaires¹¹⁴. Pour le moment, la BCL n'a pas jugé nécessaire d'accepter les « créances privées supplémentaires » à titre de garantie au Luxembourg et n'a donc pas introduit de demande correspondante au niveau du Conseil des gouverneurs.

¹¹² Article 4, deuxième paragraphe, de l'orientation BCE/2013/4.

¹¹³ Communiqué de presse du 9 février 2012 – Le Conseil de gouverneurs de la BCE approuve des critères d'éligibilité pour des créances privées supplémentaires (1^{re} et 2^e vagues); *Decisions taken by the Governing Council of the ECB (in addition to decisions setting interest rates), July 2012, Market operations* (troisième vague).

¹¹⁴ Des cadres nationaux ont été approuvés, par exemple, pour la Banque centrale d'Irlande, la Banque de France, Banca d'Italia, Banco de España et Banco de Portugal.

La responsabilité découlant de l'acceptation de ces créances privées additionnelles incombe à la BCN qui en a autorisé l'utilisation¹¹⁵.

Sous-section 2

Les RMBD

60. En 2004, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé l'introduction progressive d'une Liste unique au sein du dispositif de garanties de l'Eurosystème, en remplacement de l'ancien dispositif de garanties à deux niveaux¹¹⁶. Dans une deuxième étape, le Conseil des gouverneurs a décidé d'inclure dans la Liste unique les RMBD¹¹⁷.

Les RMBD ne correspondent pas totalement à des actifs titrisés. Cette catégorie d'actif n'est constituée, depuis le début de son éligibilité, que de billets à ordre irlandais représentatifs de créances hypothécaires. L'existence de cette catégorie d'actifs s'explique par le fait que l'Irlande dispose d'un régime juridique spécifique qui ne peut être répliqué dans les législations des autres États membres de la zone euro. Une telle transposition n'est d'ailleurs pas nécessaire dans la mesure où les prêts hypothécaires sont déjà éligibles dans de nombreux États membres sous forme titrisée dans le cadre des ABS ayant comme sous-jacents des créances hypothécaires ou sous forme d'obligations sécurisées¹¹⁸. Il va sans dire que ce type d'actif ne présente pas un véritable intérêt pour les contreparties luxembourgeoises.

61. Les critères d'éligibilité applicables ont trait à la catégorie d'actif, à la qualité de signature, au type d'émetteur, au lieu d'établissement de l'émetteur, aux procédures régissant l'utilisation de cette catégorie d'actif aux fins de garantie, ainsi qu'à la monnaie de libellé¹¹⁹.

Sous-section 3

Les dépôts à terme fixe

62. Depuis le 1^{er} janvier 2011, les dépôts à terme fixe font partie de la liste des actifs éligibles en tant que garantie pour les opérations de crédit de l'Euro-

¹¹⁵ *ECB Monthly Bulletin, February 2012*, p. 29.

¹¹⁶ Communiqué de presse de la BCE du 10 mai 2004 – Révision du dispositif de garanties de l'Eurosystème: première étape vers l'adoption d'une Liste unique.

¹¹⁷ Communiqué de presse de la BCE du 5 août 2004 – Révision du dispositif de garanties de l'Eurosystème: deuxième étape vers l'adoption d'une Liste unique.

¹¹⁸ Par exemple, les *Pfandbriefe* allemands et les lettres de gage luxembourgeoises.

¹¹⁹ Section 6.2.2.2. de la Documentation générale.

système. Ces dépôts à terme ne sont pas, de par leur nature, soumis à des critères d'éligibilité et, en particulier, ne font pas l'objet d'une décote¹²⁰.

Toute mobilisation de dépôts à terme fixe par les contreparties de la BCL est formalisée par un gage sur espèces constitué en faveur de la BCL.

Section 3

Les liens étroits

63. Avant de clore ce chapitre consacré aux critères d'éligibilité applicables aux actifs négociables et non négociables, mention doit être faite d'un critère qui s'applique cette fois-ci aux deux catégories d'actifs et qui consiste en l'interdiction faite aux contreparties de présenter des liens étroits.

Cette interdiction est formulée à la section 6.2.3.2. de la Documentation générale qui précise que « même si un actif négociable ou non négociable satisfait à l'ensemble des critères d'éligibilité, une contrepartie ne peut l'apporter en garantie s'il est émis ou garanti par elle-même ou par une autre entité avec laquelle elle entretient des liens étroits ».

64. La Documentation générale définit les liens étroits comme étant la situation dans laquelle la contrepartie est liée à un émetteur/débiteur/garant d'actifs éligibles. Les cas de figure ainsi visés sont les suivants :

- la contrepartie détient, directement ou indirectement par une ou plusieurs autres entreprises, 20 % ou plus du capital de l'émetteur/débiteur/garant ;
- l'émetteur/débiteur/garant détient, directement ou indirectement par une ou plusieurs autres entreprises, 20 % ou plus du capital de la contrepartie ;
- un tiers détient plus de 20 % du capital de la contrepartie et plus de 20 % du capital de l'émetteur/débiteur/garant soit directement, soit indirectement par le biais d'une ou de plusieurs entreprises.

Les informations détenues par les BCN et permettant d'identifier les liens étroits sont partagées au sein de l'Eurosystème.

¹²⁰ Cette modification est intervenue à la suite de l'adoption de l'orientation BCE/2010/30, modifiant l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème, qui a ultérieurement été remplacée par l'orientation BCE/2011/14 du 20 septembre 2011 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Chapitre 3

*L'évaluation du crédit, les mesures de contrôle des risques
et la valorisation des actifs mobilisés*

Section 1

L'évaluation du crédit

65. Afin de garantir que les deux catégories d'actifs négociables et non négociables respectent les mêmes exigences en matière de qualité de signature, un dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème¹²¹, reposant sur un éventail de différentes sources d'évaluation du crédit, a été mis en place.

La Documentation générale définit les procédures ainsi que les règles établissant et contrôlant l'exigence de l'Eurosystème en matière de qualité de signature pour tous les actifs éligibles.

Le dispositif mis en place distingue les actifs négociables¹²² et les actifs non négociables¹²³, tant en raison de leur nature juridique différente que pour des raisons d'efficacité opérationnelle.

66. L'évaluation de la qualité de signature des actifs éligibles repose sur les informations fournies par l'une des quatre sources suivantes d'évaluation du crédit: les agences de notation ou organismes externes d'évaluation du crédit¹²⁴, les systèmes internes d'évaluation du crédit¹²⁵ des BCN, les systèmes de notation interne des contreparties¹²⁶ et les outils de notation gérés par des opérateurs tiers agréés¹²⁷. D'autres éléments peuvent être pris en compte lors de l'évaluation de la qualité de signature. Ainsi peuvent être pris en compte des critères d'ordre institutionnel ou des caractéristiques assurant au détenteur de la créance une protection analogue, telles les garanties.

L'une ou l'autre spécificité peut s'appliquer selon le type précis d'actif faisant l'objet de l'évaluation. Ainsi, par exemple, pour les ABS qui recourent à la source ECAI¹²⁸, les notations doivent être expliquées dans un rapport de notation mis à la disposition du public, qu'il s'agisse d'un rapport de prévente

¹²¹ *Eurosystem credit assessment framework – ECAF.*

¹²² Section 6.3.2. de la Documentation générale.

¹²³ Section 6.3.3. de la Documentation générale.

¹²⁴ *External Credit Assessment Institutions – ECAI.*

¹²⁵ *Internal Credit Assessment Systems – ICAS.*

¹²⁶ *Internal Rating Based Systems – système IRB.*

¹²⁷ *Rating tools – RT.*

¹²⁸ Il s'agit d'un organisme externe d'évaluation du crédit, tel qu'une agence de notation.

détaillé ou d'un rapport de nouvelle émission, incluant entre autres, une analyse exhaustive des aspects structurels et juridiques, une évaluation détaillée du gisement de garanties, une analyse des participants à la transaction et de toute autre particularité pertinente de la transaction¹²⁹.

Section 2

Les mesures de contrôle des risques

67. La Documentation générale définit à la section 6.4. les mesures de contrôle des risques appliquées aux actifs mobilisés. Ces mesures ont pour objectif de protéger l'Eurosystème contre le risque de perte financière dans l'hypothèse où ces actifs devraient être réalisés en raison de la défaillance d'une contrepartie.

68. Les principales mesures de contrôle des risques mises en œuvre par l'Eurosystème sont constituées par : (i) l'application de décotes à la valeur des actifs mobilisés qui est, de ce fait, diminuée d'un certain pourcentage¹³⁰, (ii) l'application de marges de variation qui impliquent que, si la valeur des actifs tombe au-dessous d'un certain niveau, la BCL procède à un appel de marge requérant que la contrepartie fournisse des garanties supplémentaires ; (iii) l'imposition de limites additionnelles vis-à-vis soit d'émetteurs/débiteurs ou garants, soit de contreparties spécifiques, lorsque la qualité de signature de la contrepartie présente une corrélation avec la qualité des garanties fournies ; (iv) l'application de décotes supplémentaires, si cela s'avère nécessaire; et (v) l'exclusion de certains actifs ou de certaines contreparties^{131 132}.

Section 3

La valorisation des actifs mobilisés

Les principes de valorisation des actifs éligibles sont présentés à la section 6.5. de la Documentation générale, qui distingue les actifs négociables des actifs non négociables¹³³.

¹²⁹ Section 6.3.1., quatrième paragraphe, de la Documentation générale.

¹³⁰ La valeur de marché des actifs diminuée de la décote appliquée aux actifs, doit être supérieure ou égale en tout temps au montant total des opérations auxquelles ils servent de garantie.

¹³¹ Encadré 7 de la Documentation générale.

¹³² Pour les mesures de contrôle des risques applicables aux actifs négociables, voy. la section 6.4.2. de la Documentation générale et pour celles applicables aux actifs non négociables, voy. la section 6.4.3. de la Documentation générale.

¹³³ Article 8.14. des Conditions générales.

69. En ce qui concerne les actifs négociables, la valeur est calculée sur la base du cours le plus représentatif du jour ouvrable précédant la date de valorisation; en cas de cotation en fourchette de cours, le cours le plus bas est retenu. En l'absence d'un cours représentatif lors du jour ouvrable précédant la date de valorisation, le dernier cours de transaction est retenu.

Néanmoins, si le cours de référence obtenu date de plus de cinq jours ou n'a pas varié depuis cinq jours au moins, l'Eurosysteme détermine un prix théorique. Le calcul de la valeur de marché ou de la valeur théorique d'un titre de créance inclut les intérêts courus.

70. S'agissant des actifs non négociables, une valeur correspondant soit au prix théorique soit à l'encours est attribuée aux actifs non négociables. Lorsque la BCL retient une valorisation correspondant à l'encours, les actifs non négociables sont susceptibles de faire l'objet de décotes plus importantes.

Chapitre 4

La mobilisation des garanties éligibles

Section 1

Les techniques juridiques de mobilisation

71. Toutes les opérations de fourniture de liquidité de l'Eurosysteme sont fondées sur la fourniture de garanties par les contreparties, qui intervient, soit sous la forme d'une cession en propriété (dans le cas d'opérations fermes ou de pensions), soit sous la forme d'un nantissement, d'une cession ou d'une sûreté constitués sur les actifs concernés (dans le cas de prêts garantis)¹³⁴.

72. Il appartient aux BCN de sélectionner les techniques juridiques qu'elles souhaitent imposer à leurs contreparties nationales. La BCL a, quant à elle, précisé dans ses Conditions générales qu'elle «recourt exclusivement au gage pour la mise en garantie des actifs fournis par les titulaires de compte en contrepartie de prêts octroyés», mais qu'elle «se réserve toutefois la possibilité de faire usage de la technique de la mise en pension pour les titres lorsqu'elle le juge opportun»¹³⁵.

Nonobstant la présence de ces précisions contractuelles, la BCL, en tant qu'autorité entrant dans le champ d'application personnel¹³⁶ de la loi du 5 août

¹³⁴ Section 6.1. de la Documentation générale.

¹³⁵ Article 8.4. des Conditions générales.

¹³⁶ Article 1, 12. b) de la loi du 5 août 2005.

2005¹³⁷, telle que modifiée, peut également décider d'avoir recours à la technique du transfert de propriété à titre de garantie.

Toute mobilisation de garanties en faveur de la BCL se fait conformément aux prescriptions de la loi du 5 août 2005, sous réserve des spécificités applicables en matière d'opposabilité aux tiers en cas de mobilisation de créances¹³⁸.

Section 2

Le recours aux dépositaires éligibles

73. Le titre de créance doit être transférable par inscription en compte. Il doit être détenu et réglé dans la zone euro sur un compte ouvert sur les livres de l'Eurosystème ou d'un système de règlement des opérations sur titres satisfaisant aux normes fixées par la BCE, de sorte que les formalités d'enregistrement et la réalisation des actifs soient soumises à la législation d'un État membre de la zone euro¹³⁹.

Si le dépositaire central de titres où le titre a été émis et le système de règlement des opérations sur titres où il est détenu ne sont pas identiques, les deux institutions doivent dans ce cas être interconnectées par un lien approuvé par la BCE.

74. Au Luxembourg, trois systèmes de règlement des opérations sur titres, à savoir Clearstream Banking SA (ci-après « CBL »), VP Lux S.à.r.l. et LuxCSD SA, ont été désignés comme dépositaires centraux nationaux. De ce fait, la BCL dispose d'un compte auprès de chacun de ces trois dépositaires, qui a la fonction de compte omnibus dans la chaîne de détention et sur lequel sont déposés les titres éligibles mobilisés par les contreparties¹⁴⁰.

À l'heure actuelle, CBL est utilisé pour le dépôt des obligations domestiques luxembourgeoises, des *Eurobonds*, ainsi que pour le dépôt d'obligations domestiques étrangères pour lesquelles les liens de CBL ont été approuvés par l'Eurosystème.

Le dépositaire VP Lux S.à.r.l. est, quant à lui, utilisé pour le dépôt des titres de créance dématérialisés, émis par des émetteurs danois et enregistrés au Luxembourg auprès de VP Lux S.à.r.l.

¹³⁷ *Mémorial A*, n° 128, 16 août 2005, p. 2211.

¹³⁸ Voy. à ce sujet le § 1, point B. de la sous-section 1. « Les créances privées », *supra*.

¹³⁹ Section 6.2.1.4. de la Documentation générale.

¹⁴⁰ Article 8.9. des Conditions générales.

Enfin, le 4 février 2013, un nouveau dépositaire luxembourgeois a été ajouté par la BCE sur la liste des systèmes éligibles. Il s'agit de LuxCSD SA auprès duquel la BCL a également ouvert un compte pour la mobilisation des actifs négociables éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème¹⁴¹.

Section 3

Les systèmes tripartites de gestion des garanties

75. Le dépôt et la livraison de titres éligibles par une contrepartie peuvent se faire de deux manières : soit elle dépose les titres directement sur son compte-titres auprès de la BCL, qui est gagé en faveur de cette dernière, soit elle peut recourir au service et au système tripartites de gestion des garanties proposés par les systèmes de règlement des opérations sur titres, CBL et Euroclear Bank SA (ci-après « Euroclear »), à savoir respectivement Cmax et CAIS¹⁴². Ce système permet d'allouer de façon automatisée des actifs remplissant les critères d'éligibilité et détenus par la contrepartie auprès de ces deux systèmes. En plus de leur adhésion aux Conditions générales de la BCL, les contreparties souhaitant bénéficier de ce service doivent procéder à la conclusion de contrats spécifiques avec les systèmes.

76. Dans le cas spécifique de CBL, le compte est ouvert par le système au nom de la contrepartie, mais marqué comme gagé en faveur de la BCL. Ce dispositif repose sur un mandat octroyé par la contrepartie à la BCL, qui se charge d'envoyer l'instruction de la contrepartie au système, ainsi que son instruction correspondante propre, afin de permettre un appariement (*matching*) auprès du système. Les critères d'éligibilité de l'Eurosystème ainsi que les règles de valorisation des actifs sont appliqués à tous les stades du processus.

Les contreparties envisageant de recourir au service proposé par CBL doivent adhérer en particulier au contrat dénommé : *Collateral Management Service Agreement (CMSA) for Collateral Givers*. La BCL a également dû conclure le même type de contrat prévu pour le bénéficiaire des garanties.

77. Le dispositif mis en place par Euroclear fonctionne selon des règles légèrement différentes, dans la mesure où seule la relation entre la contrepartie et Euroclear est formalisée contractuellement pour la fourniture de ce type de services. En revanche, à l'instar de ce qui a été mis en place dans Cmax, des

¹⁴¹ Rapport annuel 2011 de la BCL, p. 32.

¹⁴² *Collateral Allocation Interface Service*.

instructions qui sont fondées sur un mandat donné par la contrepartie à la BCL, sont adressées par cette dernière à Euroclear.

Dans ce domaine, des développements sont attendus, puisque, à la suite de la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE de suspendre les préparatifs du projet CCBM2¹⁴³, l'Eurosystème a réaffirmé sa volonté de soutenir le projet de fourniture de services tripartites de gestion transfrontière des garanties au sein du MBCC¹⁴⁴. Des travaux étudiant la mise en œuvre du projet sont actuellement en cours au sein de l'Eurosystème.

Section 4

La mobilisation transfrontière

Tous les actifs éligibles peuvent faire l'objet d'une utilisation transfrontière dans le cadre du modèle de banque centrale correspondante (ci-après le «MBCC») et, dans le cas des actifs négociables, via les liens éligibles entre les systèmes de règlement des opérations sur titres de la zone euro¹⁴⁵.

Sous-section 1

Le MBCC¹⁴⁶

78. Le MBCC existe depuis janvier 1999 avec pour objectif principal d'assurer que tous les actifs éligibles soient accessibles à l'ensemble des contreparties de l'Eurosystème, indépendamment de la localisation des actifs ou de la contrepartie.

À cette fin, les contreparties doivent organiser avec le système de règlement des opérations sur titres «émetteur», c'est-à-dire le système dans lequel les titres ont été émis et déposés, le transfert des garanties sur un compte tenu par la BCN locale, qui est généralement la BCN du pays où le système est établi. Celle-ci détiendra alors les garanties pour le compte de la BCN qui accorde le crédit, c'est-à-dire la banque centrale de refinancement (ci-après «la BCR»), et agira donc en tant que banque centrale correspondante (ci-après «la BCC»).

¹⁴³ Communiqué de presse de la BCE du 15 juin 2012 – Services et systèmes de gestion des garanties de l'Eurosystème.

¹⁴⁴ Voy. à ce sujet la sous-section 1 de la section 4, ci-après.

¹⁴⁵ Section 1.5. de la Documentation générale.

¹⁴⁶ Voy. à ce sujet la brochure intitulée «Le modèle de banque centrale correspondante (MBCC), procédures à l'usage des contreparties de l'Eurosystème», janvier 2011, disponible sur le site Internet de la BCE.

79. En ce qui concerne les actifs non négociables, à savoir les créances privées et les RMBD, qui ne sont pas régis par la législation nationale, un traitement spécifique a été prévu dans le cadre du MBCC.

La mobilisation de ces actifs peut intervenir dans le cadre du MBCC par l'intermédiaire d'un transfert, d'une cession, d'un nantissement ou d'un nantissement flottant pour le compte et au nom de la BCR. Une variante *ad hoc* a été mise en œuvre pour permettre l'utilisation transfrontière des RMBD irlandais.

80. Le recours au MBCC n'est aucunement obligatoire pour les contreparties de l'Eurosystème qui peuvent utiliser une solution alternative autorisée, lorsqu'elle existe. Tel est le cas des liens éligibles mis en place entre systèmes de règlement des opérations sur titres, mais qui, au demeurant, ne peuvent pas être utilisés pour la mobilisation des actifs non négociables qui ne sont pas soumis à la législation nationale. Leur mobilisation doit obligatoirement se faire par le truchement du MBCC.

L'utilisation du MBCC s'impose à la fois pour les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, ainsi que pour les opérations de crédit intrajournalier dans TARGET2.

Le dispositif du MBCC a été institué sur la base de conventions internes de l'Eurosystème et du SEBC. En vertu de ces conventions, chaque BCN est habilitée à agir en tant que mandataire local pour chacune des autres BCN et pour la BCE. Les conventions définissent les responsabilités respectives des BCR et des BCC.

Les conditions applicables aux opérations de constitution de garanties par les contreparties sont définies dans les accords contractuels ou réglementaires de la BCR. Ces documents doivent, en outre, déterminer les mécanismes juridiques de mobilisation retenus par la BCR (cessions, pensions, nantisements et/ou nantisements flottants)¹⁴⁷.

La technique à utiliser est choisie par la BCR, si la BCC offre des alternatives. La BCR est seule responsable du choix de la méthode de détention des garanties.

81. Le 17 juillet 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE avait décidé de lancer le projet CCBM2¹⁴⁸, dont le développement et l'exploitation devaient

¹⁴⁷ Le tableau de l'annexe 1 de la brochure intitulée « Le modèle de banque centrale correspondante (MBCC), procédures à l'usage des contreparties de l'Eurosystème » présente un récapitulatif des instruments juridiques disponibles dans les différents pays. Les obligations juridiques nationales détaillées sont disponibles sur le site Internet de la BCE à la rubrique consacrée aux pratiques de marché des différentes BCN.

¹⁴⁸ *Collateral Central Bank Management*.

être confiés à la Banque nationale de Belgique et à De Nederlandsche Bank, avec pour objectif de commencer l'exploitation au plus tard lors du démarrage de T2S¹⁴⁹.

Le projet CCBM2 visait à développer une plate-forme unique en matière de gestion des garanties mobilisées tant au niveau domestique que transfrontière. Cependant, en raison d'un certain nombre de problèmes d'harmonisation qui ont été identifiés lors de la phase de définition détaillée du projet, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de suspendre les préparatifs du projet, de sorte que l'actuel MBCC reste en place¹⁵⁰.

Ne renonçant pas complètement à une amélioration de son dispositif de gestion des garanties, le Conseil des gouverneurs a également annoncé que l'Eurosystème allait se concentrer sur la mise en œuvre des améliorations déjà envisagées précédemment, à savoir la suppression de l'obligation de rapatriement des garanties et le soutien des services tripartites de gestion transfrontière des garanties au sein du MBCC. Il est prévu que ces deux mesures soient introduites dans le dispositif de gestion des garanties de l'Eurosystème courant 2014.

Sous-section 2

Les liens¹⁵¹

82. Les contreparties sont autorisées à faire usage des liens entre dépositaires de la zone euro, évalués et approuvés par la BCE, pour la mobilisation des actifs négociables.

Ce dispositif a pour objectif de permettre aux contreparties d'utiliser des actifs émis et détenus auprès d'un dépositaire étranger sans devoir détenir un compte auprès de ce dépositaire. Le recours aux liens éligibles constitue une méthode alternative de mobilisation qui vient en complément au MBCC. La liste des liens éligibles est disponible sur le site Internet de la BCE.

83. Les liens, qui sont destinés à être utilisés pour transférer des garanties dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème, font l'objet d'une

¹⁴⁹ Communiqué de presse de la BCE du 17 juillet 2008 – «Lancement du projet CCBM2».

¹⁵⁰ Communiqué de presse de la BCE du 15 juin 2012 – «Services et systèmes de gestion des garanties de l'Eurosystème».

¹⁵¹ Section 6.6.2. de la Documentation générale.

évaluation de la part de l'Eurosystème qui se fait à des intervalles réguliers et qui porte, entre autres, sur la solidité juridique du lien¹⁵².

La différence entre les deux systèmes réside dans le fait que dans le système MBCC, les relations sont établies entre les deux BCN concernées, alors que dans le système des liens, les relations sont établies entre les deux dépositaires liés.

Section 5

TARGET2-Securities

84. TARGET2-Securities (ci-après « T2S ») est un projet de l'Eurosystème consistant à développer une plate-forme de règlement-livraison paneuropéenne unique pour gérer, de façon centralisée et harmonisée, les opérations de règlement-livraison de titres entre les différents dépositaires participants. La plate-forme prendra en charge le règlement en monnaie banque centrale, tant de la partie titres que de la partie espèces des transactions.

Outre la poursuite du développement technique de la plate-forme par les quatre BCN concernées (4CB), l'événement le plus marquant dans le cadre du projet T2S en 2012 a été la signature, par les CSDs impliqués, du contrat-cadre avec l'Eurosystème confirmant leur adhésion au projet¹⁵³.

85. Aux opérations de crédit usuelles de l'Eurosystème (politique monétaire et crédit intrajournalier), va venir s'ajouter, grâce à T2S, une troisième catégorie d'opérations de crédit, qui est désignée par le terme d'« autocolatéralisation »¹⁵⁴.

Le Conseil des gouverneurs a annoncé le 15 juin 2012, que l'Eurosystème se préparait à soutenir les procédures d'autocolatéralisation de T2S¹⁵⁵.

¹⁵² Voy. la publication intitulée « Normes relatives à l'utilisation des systèmes de règlement-livraison de titres de l'Union européenne dans le cadre des opérations de crédit du SEBC (*Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*) », Institut monétaire européen, janvier 1998, sur le site Internet de la BCE à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu>.

¹⁵³ Pour les aspects généraux relatifs à T2S, il convient de se référer à la contribution de Ch. MONNIER et C. BONALD intitulée *Market infrastructures in Luxembourg: overview of the applicable legal frameworks* et publiée dans le présent ouvrage.

¹⁵⁴ *Framework agreement, Schedule 5, T2S Service description, Section 4.6.4 « T2S SD.SETT 064: Auto-collateralisation service component »*, pp. 18-22.

¹⁵⁵ Communiqué de presse de la BCE du 15 juin 2012 – « Services et systèmes de gestion des garanties de l'Eurosystème ».

L'autocollatéralisation, qui est une fonction clé disponible dans T2S, est une opération de crédit déclenchée de façon automatique et qui permet de dénouer une transaction portant sur des titres, lorsque l'acheteur n'a pas la liquidité suffisante sur son compte espèce. L'opération de crédit se réalise moyennant la mise en garantie au profit de la BCN concernée, soit du titre qui fait l'objet de la transaction (collatéralisation sur flux), soit d'autres titres disponibles sur le compte titres de l'acheteur (collatéralisation sur stock) auprès de la BCN. Les actifs ainsi mobilisés devront, en principe, répondre aux critères d'éligibilité fixés dans la Documentation générale. Toutes les opérations d'autocollatéralisation sont remboursables durant la journée et au plus tard à la fin de la journée¹⁵⁶.

Il est, d'ores et déjà, envisagé que le recours à la fonctionnalité d'autocollatéralisation se fera selon les conditions qui seront formalisées dans l'orientation TARGET2¹⁵⁷. Les travaux de révision de cette orientation sont en cours au niveau des instances compétentes de la BCE.

Chapitre 5

La réalisation des garanties

Section 1

Le cadre juridique

86. La Documentation générale impose que la mobilisation des actifs éligibles prenne en compte les différentes procédures et formalités nécessaires pour permettre la constitution et l'exercice ultérieur du droit de réalisation de la garantie qui sont applicables dans les différents États membres de la zone euro¹⁵⁸.

Les règles régissant la mobilisation ont été déterminées de manière à ce que la réalisation des actifs reçus en garantie par l'Eurosystème, soit soumise à la législation d'un État membre de la zone euro¹⁵⁹.

87. Au niveau national, il convient de mentionner les Conditions générales de la BCL qui rappellent les techniques de réalisation auxquelles la BCL peut recourir. Il est ainsi précisé qu'en cas de situation de défaut d'une contrepartie,

¹⁵⁶ ECB, *T2S Special Series, Issue N°. 2, October 2012, T2S Auto-collateralisation*.

¹⁵⁷ Orientation de la BCE du 5 décembre 2012 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2) (refonte) (BCE/2012/27).

¹⁵⁸ Sections 3.1.1.2. et 4.1.2. de la Documentation générale.

¹⁵⁹ Sections 6.2.1.4. et 6.2.2.1., d) et h), de la Documentation générale.

(i) la BCL prend les dispositions adéquates pour s'appropriier les titres, sur la base de la valeur de marché, ou les vendre en tenant compte des conditions du marché et (ii) la réalisation des garanties sur actifs non négociables se fait conformément aux dispositions régissant les garanties en question.

Il est également indiqué que le produit de l'appropriation ou de la vente est affecté au règlement de toutes les sommes dues à la BCL, en ce compris les coûts, commissions et dépenses diverses, alors que le solde éventuel du produit de l'appropriation ou de la vente est mis à la disposition de la contrepartie.

88. Dans le cadre du MBCC, la BCL, en tant que BCR, s'engage dans ses Conditions générales à prendre les dispositions adéquates avec la BCC en vue de la réalisation des titres ainsi mobilisés¹⁶⁰.

Les mécanismes de réalisation visés par les Conditions générales s'inscrivent dans le cadre plus général de la loi du 5 août 2005, qui depuis la loi du 20 mai 2011 précise les mécanismes de réalisation des gages portant sur des créances privées.

Alors qu'à ce jour, la BCL n'a pas eu à faire l'expérience d'une réalisation de gages portant sur des créances, elle a été confrontée à la situation où elle a dû réaliser des gages portant sur des titres de créance, et ce, lors de la défaillance des banques islandaises au Luxembourg en octobre 2008.

Section 2

L'expérience de la BCL

89. En 2008, la BCL a été confrontée aux difficultés financières subies par trois filiales luxembourgeoises de banques islandaises à Luxembourg. Face notamment à l'impossibilité pour ces banques d'avancer les fonds nécessaires pour couvrir l'intégralité de leurs engagements vis-à-vis de la BCL, les tribunaux luxembourgeois ont prononcé, à des dates très rapprochées, le sursis de paiement des trois banques en question. Conformément à sa loi organique et à ses Conditions générales, la BCL a immédiatement mis en œuvre ses droits.

90. Alors même qu'une situation similaire s'était produite quelques semaines auparavant en Allemagne avec le défaut de la banque Lehman Brothers en Allemagne, il s'agissait, pour la BCL, des premiers cas de défaut d'une contrepartie. Parmi les mesures de sauvegarde mises en œuvre, la BCL a procédé

¹⁶⁰ Article 8.18. des Conditions générales.

sans délai à la réalisation par vente d'une partie des titres de créance¹⁶¹. La BCL a, par ailleurs, appliqué tous les revenus provenant des titres donnés en garantie en diminution de la dette des établissements de crédit.

Les démarches se sont avérées compliquées pour certains titres reçus en garantie. En effet, certains appels d'offres n'ont pas rencontré d'offres satisfaisantes, en raison du caractère peu liquide de certains titres et du fait de l'environnement de crise généralisée. De plus, divers titres, en particulier des ABS, avaient connu des défaillances au niveau de leur structure et de leurs prestataires, ce qui empêchait toute réalisation rapide et efficace.

Face à une telle situation, et tout en anticipant une amélioration des marchés, la BCL a étudié des pistes alternatives afin d'obtenir le meilleur rendement possible des titres restants ainsi qu'un remboursement de ses créances dans les meilleurs délais.

91. Étant assurée de la qualité intrinsèque des garanties fournies, la BCL a alors accepté de se diriger vers une solution négociée avec les représentants et mandataires judiciaires des banques. Au terme de ces négociations, la BCL a pu procéder notamment à la restructuration et au démantèlement des titres structurés, tout en s'assurant un remboursement privilégié au moyen des paiements en provenance de ces instruments. La BCL a, en outre, négocié un échange de titres donnés en garantie et elle a pu s'assurer du contrôle des principales décisions affectant les garanties restantes.

Grâce à ces efforts, une rentabilisation maximale des garanties a pu être assurée et, dans un cadre plus général, une vente de ces garanties a pu être évitée.

92. On retiendra que ce résultat découle d'une négociation fructueuse avec les mandataires judiciaires des trois établissements et leurs actionnaires. Il repose aussi sur le souhait de l'Eurosystème d'éviter des ventes au rabais (*fire sales*) dans un marché très difficile et de préserver la réputation de l'Eurosystème. La BCL a œuvré essentiellement dans le but d'éviter une perte provenant de ces titres, laquelle aurait pu, le cas échéant, être indemnisée au niveau de l'Eurosystème.

On retiendra aussi que les actions autour des garanties ont évolué différemment pour les trois banques en question qui ont connu chacune un sort différent. Enfin, les solutions adoptées dans ces dossiers ont un caractère tout à fait exceptionnel lié à l'environnement de crise sans précédent et ne sauraient en aucun cas préjuger de la position de la BCL dans le futur.

¹⁶¹ Parmi les titres vendus figuraient tant des titres mobilisés auprès de la BCL que des titres mobilisés auprès d'autres BCN agissant pour le compte de la BCL.

Conclusion

93. Dès les débuts de la politique monétaire de l'Eurosystème, les contreparties ont eu la possibilité de recourir à une vaste gamme d'actifs éligibles pouvant être fournis à titre de garantie dans le cadre des diverses opérations de crédit de l'Eurosystème.

La mise en place des régimes non conventionnels et temporaires applicables aux actifs éligibles à côté du régime conventionnel, exposé dans la Documentation générale, a encore davantage étendu l'éventail des actifs éligibles dans le dispositif des garanties.

La flexibilité avec laquelle l'Eurosystème a su gérer son cadre opérationnel et, en particulier, son dispositif des garanties a permis à l'Eurosystème de fournir la liquidité nécessaire aux contreparties en période de crise financière, et, plus spécifiquement, d'assurer que les contreparties ne soient pas confrontées à de lourdes contraintes en matière de garanties¹⁶².

Cette flexibilité du dispositif de garanties de l'Eurosystème, associée au fait que l'accès à ses opérations d'*open market* est accordé à un large nombre de contreparties, a fortement contribué à la mise en œuvre de la politique monétaire en période de tensions.

Pour l'avenir, la flexibilité du dispositif des garanties de l'Eurosystème implique également qu'il puisse encore évoluer et être affiné, avec le risque que les règles d'éligibilité décrites dans le présent article¹⁶³ ne soient plus à jour dans un avenir proche. Le revers de la médaille est aussi que cette flexibilité, qui s'est matérialisée par la juxtaposition de régimes conventionnel et non conventionnel temporaire, n'a pas contribué à améliorer la lisibilité du dispositif des garanties par les néophytes.

¹⁶² Rapport annuel 2012 de la BCE, p. 91.

¹⁶³ Les règles décrites dans le présent article sont celles en vigueur au 15 juillet 2013. Elles ne tiennent pas compte des nouvelles modifications introduites par la décision de la Banque centrale européenne du 26 septembre 2013 relative à des mesures supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (BCE/2013/35), ainsi que la décision de la Banque centrale européenne du 26 septembre 2013 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (BCE/2013/36). Ces deux décisions sont entrées en vigueur le 1^{er} octobre 2013.



Table des matières

Comité scientifique	V
Conseil d'administration de l'ALJB	VII
Introduction	
<i>Philippe BOURIN</i>	IX
Préface	
<i>Jean GUILL</i>	XI
Avant-propos	
<i>Jean-Jacques ROMMES</i>	XV
VOLUME I	
Évolution législative 2003-2013	
1. – L'évolution législative de la décennie 2003-2013	
<i>André ELVINGER</i>	3
Cadre légal et réglementaire du secteur financier	
2. – « Nul n'est censé ignorer la loi » – Éclats de réflexion sur la normativité	
<i>Françoise THOMA</i>	125
3. – Les compétences, pouvoirs et moyens d'intervention de la CSSF	
<i>Marc LIMPACH et François GOERGEN</i>	151
4. – La Banque centrale du Luxembourg – Développements législatifs 2004-2013	
<i>Etienne DE LHONEUX, Elisabeth SIMOES LOPES, Eric CADILHAC et Ulrike GÖTZ</i>	221
5. – La constitution des établissements de monnaie électronique dans un contexte européen et luxembourgeois	
<i>Jean-Louis SCHILTZ</i>	271
6. – Dans l'ombre des banques	
<i>André PRÜM et Pit RECKINGER</i>	305
7. – The compliance function – a critical analysis	
<i>Anette LÜHRING-RYDER</i>	347

8. – L’ambivalence des relations entre le banquier et le juge pénal : entre Charybde et Scylla	
<i>Catherine BOURIN-DION</i>	383
9. – Le rôle des réviseurs d’entreprises agréés en matière de contrôle légal des comptes et en matière de surveillance microprudentielle des établissements de crédit	
<i>François MOUSEL</i>	443
10. – L’externalisation dans le secteur financier luxembourgeois	
<i>Morton MEY et Marc MOUTON</i>	489
11. – La sous-traitance informatique dans le secteur financier – Cadre légal et implications pratiques	
<i>Cyril PIERRE-BEAUSSE et Catherine DI LORENZO</i>	567
12. – Contrats informatiques : de quelques clauses essentielles	
<i>Héloïse BOCK et Élodie LE GARGASSON</i>	585
13. – La législation sur les insolvabilités dans le secteur financier à l’épreuve de la crise	
<i>Laurent FISCH, Franz FAYOT et Maryline ESTEVES</i>	627

VOLUME II

Droit bancaire

14. – L’investisseur privé serait-il devenu un simple consommateur ?	
<i>Philippe BOURIN</i>	705
15. – Obligations d’information et de conseil en matière de services d’investissement : le banquier entre le marteau et l’enclume	
<i>Myriam PIERRAT et André HOFFMANN</i>	749
16. – Le virement	
<i>Olivier POELMANS et Udo PRINZ</i>	785
17. – Le démembrement de propriété dans le compte bancaire	
<i>Glenn MEYER et Thomas BERGER</i>	849
18. – Le régime juridique des intérêts dans la perspective du banquier luxembourgeois	
<i>Nicolas THIELTGEN</i>	903
19. – Le banquier dispensateur de crédit à la consommation	
<i>Pierre-Michaël DE WAERSEGGER</i>	949

20. – Le secret bancaire luxembourgeois : <i>Sense and Sensibility</i>	
<i>Patrick GREGORIUS et Bob KIEFFER</i>	997
21. – Le régime juridique des opérations bancaires en ligne à l'épreuve de la réalité	
<i>Élodie THIEL et Arnaud HELVIG</i>	1061
22. – La médiation : un atout dans la gestion par les banques et par les PSF des relations avec leur clientèle ?	
<i>Jérôme GUILLOT, Haiko HEYMER, Catherine HUBER, Jan KAYSER, Saskia LEAL KEIJZER et Pauline ROUX</i>	1105
23. – Le banquier face à la saisie-arrêt civile de droit commun : développements récents	
<i>François KREMER et Clara MARA-MARHUENDA</i>	1147
VOLUME III	
Droit des sûretés	
24. – Les garanties financières en droit luxembourgeois : un gage de solidité en des temps incertains	
<i>François Guillaume DE LIEDEKERKE</i>	1245
25. – Le caractère accessoire du gage et la loi sur les contrats de garantie financière	
<i>Patrick GEORTAY</i>	1271
26. – Quand le banquier s'aventure au-delà du Rubicon... Aspects de la responsabilité du banquier dispensateur de crédit lors de la réalisation d'un gage sur instruments financiers	
<i>Laurence JACQUES et Denis VAN DEN BULKE</i>	1293
27. – L'hypothétique et le réel (droits hypothétiques et sûretés réelles)	
<i>Marc MEHLEN et Hannes WESTENDORF</i>	1323
28. – Les accords sur le rang : hiérarchiser pour mieux partager	
<i>Fabien DEBROISE</i>	1349
Droit des sociétés	
29. – Le <i>corporate governance</i> au Grand-Duché de Luxembourg : état des lieux et perspectives	
<i>Alex SCHMITT et Armel WAISSE</i>	1395

30. – De l'importance du choix de la dénomination sociale dans le secteur financier	
<i>Elisabeth OMES</i>	1439
31. – La domiciliation de sociétés en droit luxembourgeois	
<i>Jean BRUCHER, Marie BENA et Nicolas BERNARDY</i>	1473
32. – Le dirigeant de fait: critères de la notion et réflexions sur la responsabilité	
<i>Pierre METZLER et Florence PIRET</i>	1517
33. – Les sociétés en commandite luxembourgeoises: des véhicules d'investissement adaptés aux besoins des investisseurs	
<i>Katia PANICHI, Laurent SCHUMMER et Olivier GASTON-BRAUD</i>	1563
34. – Les parts bénéficiaires – Les contours d'un instrument flexible en droit des sociétés et en droit fiscal	
<i>Philippe PRUSSEN, Jean-Luc FISCH et Toinon HOSS</i>	1619
35. – De la nature essentiellement conditionnelle des plans de stock-options ou la fragile conciliation du capital et du travail	
<i>Roger TAFOTIE</i>	1661
Protection des données et concurrence	
36. – La protection des données dans un monde globalisé	
<i>Alexandre FIÉVÉE et Patrick SANTER</i>	1695
37. – La protection des données personnelles et les services financiers à l'aube d'une nouvelle réglementation européenne	
<i>Alain GROSJEAN</i>	1749
38. – Du contrôle de la correspondance électronique du salarié: la délicate antinomie des droits sur le lieu de travail	
<i>Héloïse BOCK et Louis BERNS</i>	1809
39. – Non-concurrence, non-sollicitation, non-débauchage: cadre juridique et évolutions jurisprudentielles (2004-2012)	
<i>Marielle STÉVENOT</i>	1841

VOLUME IV

Droit financier

40. – Market infrastructures in Luxembourg: overview of the applicable legal frameworks	
<i>Charles MONNIER et Caroline BONALD</i>	1875

41. – Offre au public ou placement privé d’instruments financiers	
<i>Frank MAUSEN et Paul PÉPORTÉ</i>	1903
42. – Defensive strategies and other “Poison Pills” and “Shark Repellents” available to the management board of a (target) company under the Luxembourg Law of 19 may 2006 on takeover bids – A Luxembourg reflection on the ability of the management board of Luxembourg listed companies to resist hostile takeover bids	
<i>Yann PAYEN et François BROUXEL</i>	1945
43. – Retrait obligatoire et rachat obligatoire	
<i>François WARKEN</i>	2007
44. – Loi du 21 juillet 2012 relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés – Le cas des actions privilégiées sans droit de vote et des parts bénéficiaires	
<i>Jacques LOESCH</i>	2051
45. – L’émission de titres dématérialisés sous la loi relative aux titres dématérialisés	
<i>Philippe DUPONT</i>	2065
46. – Développements internationaux en matière de titres et de titres dématérialisés	
<i>Marilène MARQUES et Marco RASQUE DA SILVA</i>	2111
47. – La loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation des titres telle que modifiée par la loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés	
<i>Nicki KAYSER et Delphine HORN</i>	2157
48. – Key aspects of Luxembourg Securitisation and its place in the market	
<i>Christian KREMER et Henri WAGNER</i>	2195
49. – Structured Finance in Luxembourg: a new dawn?	
<i>Henri WAGNER et Andreas HEINZMANN</i>	2229
50. – Le banquier luxembourgeois, acteur de l’intermédiation en assurance-vie	
<i>Frédéric VANHAEPEREN</i>	2265
51. – Les spécificités du contrat d’assurance-vie en tant qu’outil d’investissement	
<i>Carine FEIPEL et Catherine BERNARDIN</i>	2317

VOLUME V

Fonds d'investissement

52. – Évolution de la <i>corporate governance</i> des organismes de placement collectif luxembourgeois	
<i>Joëlle HAUSER et Caroline MIGEOT</i>	2365
53. – OPCVM et instruments financiers dérivés	
<i>Michèle EISENHUTH et Nicolas BOUVERET</i>	2443
54. – La SICAR, une décennie au service du <i>Private Equity</i>	
<i>Murielle BROUILLET-MCSORLEY</i>	2487
55. – Le financement des fonds d'investissement luxembourgeois garanti par les engagements de souscription des investisseurs (<i>commitment liquidity facilities</i>)	
<i>Steve JACOBY et Paul VAN DEN ABEELE</i>	2547
56. – Fonds de pension luxembourgeois: mise en perspective dans un contexte réglementaire international en pleine évolution sur fond de crise financière et économique	
<i>Jacques ELVINGER, Olivia MOESSNER et Céline WILMET</i>	2569
57. – Luxembourg Shari'a compliant investment funds – distinctive features	
<i>Geoffroy HERMANN</i>	2607
58. – Les sociétés de gestion d'OPCVM: une ère nouvelle vers une expansion européenne	
<i>Luc COURTOIS</i>	2633
59. – Les missions du dépositaire d'organismes de placement collectif	
<i>Gaëlle SCHNEIDER et Yves LACROIX</i>	2671
60. – Nouveaux régimes de responsabilité réglementaire du dépositaire d'OPC luxembourgeois : réalités (AIFMD) et perspectives (UCITS V)	
<i>Frédérique LIFRANGE et Michel MENGAL</i>	2713
61. – La délégation des fonctions de gestion et de dépositaire dans les fonds d'investissement – analyse juridique et fiscale	
<i>Xavier LE SOURNE et Olivier GASTON-BRAUD</i>	2745
62. – Luxembourg investment fund industry and the fight against money laundering and counter terrorist financing	
<i>Guido KRUSE</i>	2779

VOLUME VI

Droit fiscal

63. – L'éthique financière et fiscale, entre oxymore et croissance soutenable*Laurent ENGEL et Émilien LEBAS* 2823**64. – La société de gestion de patrimoine familial (SPF) – Analyse critique et perspectives***Thierry LESAGE* 2865**65. – Le bénéficiaire effectif en droit fiscal international***Éric FORT et Clemens WILLVONSEDER* 2887**66. – L'échange automatique des renseignements à des fins fiscales – Quo vademus ?***Martina BERTHA et Yves PRUSSEN* 2931**67. – La responsabilité pénale du banquier en matière fiscale***Vincent NAVEAUX, Julie CHARTRAIN-HECKLEN et Florent TROUILLER* . . . 2969**68. – Aspects fiscaux de la restructuration de dettes***Elisabeth ADAM et Jean-Luc FISCH* 3013

Droit européen

69. – Le rôle de la Cour de justice de l'Union européenne en matière financière à la suite de la crise de 2008*Michel VAN HUFFEL* 3045**70. – Le régime des garanties de l'Eurosystème***Elisabeth SIMOES LOPES, Luc SCHUMACHER, Alexandra VASILIU et Caroline STREIFF* 3079**71. – Questions de droit luxembourgeois liées à la création du Fonds européen de stabilité financière et du Mécanisme européen de stabilité***Isabelle JASPART* 3129**72. – State Aid Regime in the Financial Sector during the Crisis: Impact on Luxembourg***Lorenzo GATTI* 3163**73. – Du bon usage par les créanciers de la directive 2001/24/CE concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit pour minimiser l'impact des faillites bancaires – Aspects français et luxembourgeois et nouvelles perspectives***Alexandre CANTO et Emmanuelle PRISER* 3189

74. – La vente à découvert ou <i>short selling</i> – Le règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risques de crédit (le « Règlement »)	
<i>Mathilde LATTARD et André HOFFMANN</i>	3231
75. – Regulation No. 1346/2000 on insolvency proceedings – The difficult COMI determination, the treatment of groups of companies and forum shopping in light of the CJEU's and domestic case law, and the modernisation of the Regulation	
<i>Cintia MARTINS COSTA, Dirk RICHTER, Martine GERBER-LEMAIRE et Aurore MARCHAND</i>	3281
Liste alphabétique des auteurs	3365
Index	3373