

Documents de travail

« La construction institutionnelle d'une place financière offshore : le cas du Luxembourg (1839-2025) »

Auteur

Noame Khaldi

Document de Travail n° 2026 – 32

Septembre 2026

Bureau d'Économie
Théorique et Appliquée
BETA

<https://www.beta-economics.fr/>

Contact :
jaoulgrammare@beta-cnrs.unistra.fr

La construction institutionnelle d'une place financière offshore : le cas du Luxembourg (1839-2025)

Noame Khaldi*

*Université de Lorraine, Université de Strasbourg, CNRS, BETA (UMR 7522).
Noame.khaldi@univ-lorraine.fr

L'auteur souhaite adresser ses remerciements à Yamina Tadjeddine-Fourneyron, directrice de thèse, pour son accompagnement scientifique tout au long de ce travail, ainsi que pour la richesse des échanges qui l'ont nourri.

Résumé

Ce travail montre que le centre financier luxembourgeois ne résulte pas uniquement de l'essor soudain des euromarchés mais d'une superposition d'ajustements institutionnels amorcée dès les années 1920. Mobilisant *l'institutionnalisme historique* ([Streeck and Thelen, 2005](#); [Thelen, 2009](#)) et des archives administratives et parlementaires inédites (Conseil d'État, Chambre des Députés, fonds CCB des Archives nationales du Luxembourg), il identifie un processus de sédimentation législative qui compose l'infrastructure financière offshore. Une nuance fondamentale traverse l'analyse : le Luxembourg connaît non un régime d'accumulation unique mais deux régimes successifs (industriel-sidérurgique jusqu'aux années 1970, puis financiarisé) articulés par conversion plutôt que par rupture autour de la crise sidérurgique de 1974-1981. Le travail propose en conclusion un idéal-type wébérien caractérisant le régime financiarisé luxembourgeois post-1974 par quatre propriétés conjointes.

Classification JEL : H26, F38, G28, N24, N44

Mots-clés : Luxembourg, centres financiers, financiarisation, dépendance au sentier, changement institutionnel

Abstract

This work shows that Luxembourg's status as a financial center is not solely the result of the sudden rise of the Euromarkets, but rather of a series of institutional adjustments that began as early as the 1920s. Drawing on *historical institutionalism* (Streeck and Thelen, 2005; Thelen, 2009) and previously unpublished administrative and parliamentary archives (Council of State, Chamber of Deputies, CCB fonds at the National Archives of Luxembourg), it identifies a process of legislative sedimentation that shaped the offshore financial infrastructure. A fundamental nuance runs through the analysis : Luxembourg experienced not a single regime of accumulation but two successive regimes (industrial-steel-based until the 1970s, then financialized) linked by a process of conversion rather than a rupture centered on the steel crisis of 1974–1981. In conclusion, the work proposes a Weberian ideal type characterizing the post-1974 financialized regime in Luxembourg through four interrelated properties.

JEL Classification : H26, F38, G28, N24, N44

Keywords : Luxembourg, financial centers, financialization, path dependence, institutional change

1 Introduction

La compréhension d'un régime d'accumulation requiert d'en analyser la genèse. A l'instar de la démonstration d'Aglietta (1982) et Boyer (2015), les économies capitalistes ne trouvent leur cohérence qu'à travers les formes institutionnelles qui se sédimentent dans le temps, notamment les règles juridiques, les compromis politiques, les rapports sociaux, ou encore les conventions monétaires. Les marchés s'appuient sur cet ensemble de dispositifs institutionnels qui ont été historiquement construits, réinterprétés et stabilisés.

Étudier la trajectoire financière du Luxembourg revient ainsi à dépasser l'apparence d'un développement soudain pour mettre au jour le patient travail d'institutionnalisation qui l'a rendu possible. L'analyse des faits stylisés présentés dans ce travail et de leurs régularités vise à identifier les formes institutionnelles qui soutiennent la cohérence du régime d'accumulation luxembourgeois. La financiarisation y apparaît moins comme le produit d'une dérégulation que comme celui d'une stratification continue, où s'articulent les compromis politiques et stratégies d'adaptation au contexte international. La cohérence du régime repose sur la réactivation périodique de dispositifs déjà en place, parfois pensés pour d'autres usages, et progressivement convertis en vecteurs de verrouillage institutionnel contemporain.

À cet égard, l'analyse de la finance ne peut être dissociée de l'histoire des institutions qui la rendent possible. Comme le rappellent les approches de l'*economic sociology* (Carruthers and Kim, 2011; Carruthers, 2015), les innovations financières ne sont jamais de simples ruptures techniques, mais s'enracinent dans des structures de pouvoir et des régimes juridiques, eux-mêmes encastrés dans des compromis politiques situés. Intégrer l'histoire dans l'étude des faits financiers revient ainsi à reconnaître la nature évolutive des marchés et des instruments, façonnés par l'action des États, les coalitions d'intérêts et les trajectoires institutionnelles propres à chaque territoire. Nous identifions alors un processus de recomposition continue, où la continuité historique des institutions fonde la stabilité des régimes d'accumulation successifs qu'elles articulent.

Partant du constat d’une ultra-spécialisation financière du Luxembourg, notre démarche a consisté à reconstituer les pièces d’un puzzle historico-institutionnel afin de comprendre les conditions de formation et de stabilisation de cette trajectoire. Une telle entreprise impliquait de revoir certaines hypothèses usuelles, notamment celles qui réduisent la genèse des centres financiers à des chocs exogènes ou à la seule dynamique de libéralisation *ex nihilo* des capitaux. La place financière luxembourgeoise ne résulte en effet ni d’un *big bang* ni d’une simple dérégulation opportuniste.

L’enquête s’est appuyée sur un va-et-vient itératif entre l’analyse empirique des tendances macroéconomiques des cinquante dernières années et les sources archivistiques disponibles sur un siècle, fournies et centralisées par les Archives Nationales du Luxembourg (ANL). Elle repose sur l’analyse archivistique minutieuse des lois, circulaires, rapports administratifs et ministériels et débats parlementaires. Cette approche abductive originale vise à restituer la logique cumulative qui a structuré le régime financier luxembourgeois.

Cette démarche s’inscrit dans une épistémologie abductive, propre à l’institutionnalisme historique (Labrousse et al., 2017), qui vise à reconstruire des régularités structurales à partir d’observations empiriques situées. Il ne s’agit pas de produire un modèle universel ou un schéma téléologique, mais de proposer l’analyse systémique du cas emblématique d’un régime d’accumulation saisi à la fois comme produit d’un contexte historique spécifique et comme générateur de nouvelles règles du jeu financier mondial.

Le Luxembourg occupe aujourd’hui une position singulière dans la cartographie des flux mondiaux. Sa place financière est un carrefour de l’intermédiation financière internationale, en particulier dans les domaines des fonds d’investissement, de la titrisation, des véhicules fiscaux hybrides et personnalisés, ainsi que de l’ingénierie de la structuration des profits des multinationales (Dörry, 2015, 2016). Micro-État au tissu productif historiquement structuré par une mono-industrie sidérurgique succédant à l’agriculture, il est devenu l’un des principaux centres mondiaux de la gestion d’actifs transfrontaliers : le deuxième au monde après les États-Unis par le volume des fonds d’investissement domiciliés, avec un encours qui représentait plus de soixante fois son PIB en 2022¹.

Comment un petit État a-t-il pu devenir l’un des centres névralgiques de la finance internationale ?

1. Voir (Capelle-Blancard et al., 2024), ainsi que le rapport OCDE (2025), *Études économiques de l’OCDE : Luxembourg 2025*, Éditions OCDE, Paris,

L’hypothèse défendue dans cet article est que la construction, la conversion et la pérennisation de ce centre financier résultent d’un changement institutionnel incrémental, où la souveraineté a été progressivement reconfigurée comme ressource modulaire exportable car commercialisable (Palan, 2006, 2002). À rebours d’une lecture normative du Luxembourg comme simple centre financier offshore (OFC) (Zoromé, 2007)² ou paradis fiscal (Chavagneux and Palan, 2017; Jovanovic, 2022), ce travail propose une approche en économie politique historique de sa trajectoire institutionnelle.

La littérature récente a considérablement renouvelé notre compréhension de cette trajectoire. Calabrese (2023) a réalisé le premier travail historique couvrant l’intégralité de la trajectoire luxembourgeoise de l’industrie des fonds. Ses travaux (Calabrese and Giacomini, 2025), ainsi que ceux de Dörry (2015, 2016), ont mis en évidence le rôle décisif d’un petit groupe d’élites politico-financières dans l’interaction entre les transformations des marchés financiers internationaux et le développement du centre financier. Ainsi, bien que plusieurs de travaux en économie et en géographie (Dörry, 2016; Wójcik et al., 2022), ainsi qu’en histoire (Majerus and Zenner, 2020; Trausch et al., 1992; Leboutte et al., 1998), aient déjà examiné la construction de la place financière luxembourgeoise, ils n’en proposent pas une conceptualisation unifiée dans les termes d’une construction institutionnelle cumulative. L’enjeu de ce travail n’est donc pas simplement de compléter la littérature par l’ajout de dispositifs négligés, comme la Bourse ou la neutralité, mais de montrer comment un faisceau de dispositifs juridiques, politiques et financiers, constitué dans le temps long, a contribué à structurer les conditions de possibilité d’un régime financier spécifique, et d’en proposer ainsi une interprétation plus intégrée.

La singularité de l’analyse développée repose ainsi sur une double originalité, à la fois théorique et empirique. D’une part, elle propose une conceptualisation renouvelée du régime financier luxembourgeois, s’écartant des cadres analytiques mobilisés jusqu’ici. Elle met en évidence un ensemble de faits stylisés, la centralité de la finance, l’extraterritorialité des flux, le régime monétaire, le régime politique et le socle de la neutralité, dont l’articulation permet de caractériser la cohérence propre de cette trajectoire. D’autre part, elle s’appuie sur des matériaux inédits ou jusqu’alors peu ou non exploités. Ceci offrant un éclairage nouveau sur la genèse, les médiations institutionnelles et la stabilisation du régime d’accumulation contemporain du Grand-Duché (voir table 5 en Annexe).

2. Zoromé (2007) définit un OFC comme suit : « *a country or jurisdiction that provides financial services to nonresidents on a scale that is incommensurate with the size and the financing of its domestic economy* ».

Dès 1867, puis surtout en 1927-1929 (lois B27 et H29), s'installent les bases d'un régime extraterritorial. Les réformes ultérieures ne représentent pas des ruptures législatives mais des extensions séquentielles du cadre initial. La transformation du régime d'accumulation lui-même, autour de la crise sidérurgique des années 1974-1981, s'opérant par conversion plutôt que par rénovation normative. L'émergence des euromarchés et de la finance offshore moderne, entre la fin des années 1950 et le début des années 1970, a constitué à cet égard un jalon majeur. En s'insérant dans une dynamique de libéralisation et dans un contexte interne de déclin industriel, le Luxembourg a élargi son rôle de juridiction-conduit jusqu'à en faire l'un des piliers structurants de son régime d'accumulation.

Cette trajectoire s'est construite sur la base d'une série de bifurcations institutionnelles structurantes, le plus souvent issues de compromis et de rapports de forces politiques. Bien que nous reconnaissons que d'autres facteurs ont contribué de manière significative à cette trajectoire,³ ce travail est consacré à l'identification et l'analyse d'indices *de jure* et *de facto* afin de reconstituer empiriquement les mécanismes de construction et de stabilisation du régime d'accumulation luxembourgeois. Les premiers font référence aux dispositifs juridiques, fiscaux et réglementaires qui structurent l'ouverture financière. Les seconds reflètent leur application concrète à travers l'évolution quantitative des données macroéconomiques financières.

En nous appuyant sur la réflexion ouverte par [Aglietta and Orléan \(2002\)](#), la loi constitue un acte de souveraineté économique. Elle ne se limite pas à énoncer des règles, mais institue également la légitimité des rapports sociaux et des formes de circulation du capital. Cette idée invite à examiner les dispositifs juridiques et réglementaires comme des cristallisations du pouvoir économique, révélant les compromis institutionnels en place. [Klebaner \(2022\)](#) prolonge cette approche⁴ en soutenant que le droit fonctionne comme une *ressource de régulation* compatible, id est un ensemble de règles qui, loin de contraindre l'activité économique, l'encadrent tout en la rendant possible. Les dispositifs juridiques examinés sont ainsi retenus comme des indices *de jure*.

3. Les coalitions permissives (entre juristes fiscalistes, cabinets spécialisés, banques internationales, acteurs administratifs et décideurs publics) ont notamment coproduit un environnement normatif propice aux capitaux mobiles. Ces groupements professionnels ont constitué des forces sociales aptes à modifier ou à préserver les institutions, en fonction de logiques de non-opposition, d'influence ou de cooptation. Ce travail, ayant fait l'objet d'une documentation ample et minutieuse par [Majerus \(2024\)](#), [Calabrese and Giacomini \(2025\)](#) et [Calabrese and Majerus \(2023\)](#) ne sera pas examiné dans le présent travail.

4. Voir [Klebaner \(2022\)](#) "Théorie de la régulation et histoire du droit : un croisement fertile" *Revue de la régulation*, n°32, 1er semestre, 2022.

En l’occurrence, ils demeurent des instruments actifs de structuration du marché qui codifient la mobilité du capital, organisent l’ouverture financière et stabilisent un régime d’accumulation extraverti (*ibid.*). Ces derniers sont confrontés à des indices *de facto* tels que les encours sous gestion, les émissions obligataires ou la croissance des établissements bancaires, permettant d’observer les effets tangibles de cette transformation institutionnelle.

L’articulation de ces dimensions éclaire la dynamique incrémentale de construction du centre financier luxembourgeois. Elles illustrent un mode de spécialisation fondé sur l’adaptation permanente du droit aux pratiques économiques transnationales, par-delà les cadres classiques de régulation. En codifiant la circulation des flux financiers à travers un maillage d’arrangements institutionnels successifs, le Luxembourg a solidifié une trajectoire de *path dependence* ([Mahoney, 2000](#)).

Le travail qui suit retrace en détail la lente construction de la place financière luxembourgeoise (1839-2025), des premières fondations souveraines du XIXe siècle jusqu’aux formes contemporaines de sophistication réglementaire. Il constitue un chapitre de la thèse de doctorat de l’auteur.

2 La genèse institutionnelle : construire la souveraineté sur la neutralité

Comprendre la genèse d'un centre financier suppose de replacer la finance dans un espace politique et souverain (Tadjeddine, 2021). Loin d'être un simple prolongement du marché, elle s'enracine dans des configurations institutionnelles et géopolitiques spécifiques. Cette réflexion est particulièrement visible dans l'Europe du XIXe siècle, marquée par ce que Cassis (2010) décrit comme *l'âge d'or* du capitalisme libéral et de la haute finance internationale. Dans cet ordre financier, quelques grandes places (Londres, Paris, Berlin) dominent les flux de capitaux par la profondeur de leur marché domestique et les petits États ne peuvent rivaliser. Leur insertion dans la finance internationale repose alors sur d'autres ressources institutionnelles, au premier rang desquelles figurent la stabilité politique et la capacité à produire un cadre juridique crédible et prévisible pour les capitaux étrangers⁵. Le cas luxembourgeois illustre cette logique de manière paradigmatique. Nous soutenons ici que la place financière luxembourgeoise a pu se constituer sur le socle d'une *neutralité tridimensionnelle* (politique, géopolitique, monétaire) progressivement construite entre 1839 et 1949. Cette neutralité confère ensuite à la séquence législative de 1927-1929 sa portée extraterritoriale, où, sans le socle de confiance, les dispositifs juridiques qui l'expriment resteraient lettre morte.

La neutralité tridimensionnelle

Garantie politique : la souveraineté négociée à la coalition politique stabilisée

Le territoire luxembourgeois n'a pas émergé d'une continuité étatique mais d'une succession d'emprises extérieures (Bourguignons, Habsbourg, France révolutionnaire) qui en ont fait, pendant des siècles, une zone tampon entre puissances rivales (Trausch, 2002). Cette succession de dominations a contraint les élites locales à préserver une continuité institutionnelle minimale par le maintien d'un appareil administratif et juridique autonome. Le traité de Londres du 19 avril 1839 consacre son existence territoriale et juridique internationale au prix d'une amputation d'une partie de son territoire au profit de la Belgique. Cette reconnaissance fournit néanmoins le *contenant* indispensable à l'exercice d'un pouvoir législatif autonome, même si la souveraineté demeure hétéronome (le pays reste économiquement fragile, majoritairement agricole, et intégré à des structures politiques extérieures). L'indépendance dynastique pleine n'est formellement acquise qu'en 1890, avec la dissolution de l'union personnelle avec les Pays-Bas et l'avènement d'Adolphe de Nassau-Weilbourg (Kreins, 2015).

5. Katzenstein (1985) identifie cette *forte capacité d'ajustement institutionnel* comme ressource compensant une puissance limitée.

Ce n'est qu'à partir du XX^e siècle que cette fragilité structurelle sera convertie en ressource. L'introduction du suffrage universel en 1919 redéfinit le paysage politique luxembourgeois et fait émerger un système partisan structuré autour de trois grandes formations que sont le Parti de la droite, rebaptisé Parti chrétien-social (CSV) après 1944, le Parti ouvrier socialiste luxembourgeois (LSAP) et, à partir de 1955, le Parti démocratique (DP)⁶. Le Parti de la droite, devenu CSV, dirige sans interruption notable l'ensemble des coalitions gouvernementales depuis 1919, à trois exceptions près que sont le gouvernement Prüm (1925-1926), le gouvernement Thorn (1974-1979) et le gouvernement Bettel (2013-2023)⁷. Cette stabilité partisane se trouve renforcée à partir des années 1970 par l'institutionnalisation, sous le gouvernement Thorn, d'un Comité de coordination tripartite réunissant gouvernement, patronat et syndicats. Né de la crise sidérurgique, ce dispositif de concertation a permis de gérer consensuellement des chocs économiques majeurs sans rupture politique (Thewes, 2011)⁸. Pour les investisseurs internationaux, cette prévisibilité politique, couplée au maintien d'un *rating* triple A par les principales agences de notation, constitue l'une des conditions structurelles de l'attractivité de la place.

Garantie géopolitique : de la neutralité perpétuelle à l'intégration atlantique

La *crise luxembourgeoise* de 1867 cristallise les fragilités du Grand-Duché. Menacé d'annexion par Napoléon III, le pays n'obtient la reconnaissance de sa neutralité qu'au prix du démantèlement de sa forteresse (une condition humiliante imposée par le second traité de Londres du 11 mai 1867). La neutralité perpétuelle s'impose ainsi comme une protection prescrite par les grandes puissances contre leurs propres appétits, et non comme un choix souverain. Les occupations allemandes de 1914-1918 puis 1940-1944 rappelleront par deux fois combien cette garantie demeure précaire et réversible.

D'abord subie comme contrainte, la neutralité se convertit progressivement en ressource institutionnelle. Pour les investisseurs étrangers, elle constitue un signal de stabilité garantissant que le cadre juridique luxembourgeois ne sera pas remis en cause par les rivalités géopolitiques régionales. Cette fonction survit à l'abandon formel de la neutralité par l'adhésion à la SDN (1920-1942) puis à l'OTAN en 1949, adoptée à l'unanimité

6. Le Parti démocratique est officiellement fondé en 1955 mais hérite d'une tradition libérale-radical active dès l'entre-deux-guerres sous des dénominations diverses (Parti radical-libéral, Groupement patriotique et démocratique).

7. Voir table 13 en Annexe 3

8. Cette garantie politique est encadrée dans une garantie sociale. La culture de la concertation entre acteurs sociaux s'est aussi imposée lors de la seconde moitié du XX^e siècle. La loi du 12 juin 1965 sur les conventions collectives de travail (Memorial A n°35 1965, abrogée en 2004) institutionnalise le dialogue social comme mode de régulation des relations de travail et la loi du 6 mai 1974 institue *des comités mixtes dans les entreprises du secteur privé* et organise *la représentation des salariés dans les sociétés anonymes* (Memorial A 1974/05/06, abrogée en 2006).

des trois grandes formations politiques (Thewes, 2011).

Ceci ne rompt pas la logique mais la transpose dans un cadre multilatéral qui renforce la garantie de sécurité sans laquelle une place financière ne peut prospérer.

Ce glissement illustre une *stratégie du faible* (Trausch, 2002) où incapable de rivaliser militairement, le Luxembourg investit des domaines de souveraineté sélective (fiscalité, droit des sociétés, supervision bancaire) pour construire un avantage comparatif institutionnel là où les grands États concentrent leurs dépenses régaliennes.

Garantie monétaire : l'arrimage comme stratégie

L'intégration au Zollverein en 1842, puis à l'Union économique belgo-luxembourgeoise (UEBL) en 1921, confirme une souveraineté que Palan (2006) qualifie de *modulaire*. Le Luxembourg renonce à l'autonomie monétaire et commerciale pour préserver des marges d'action fiscales et juridiques. L'arrimage au franc belge n'est pas, à l'origine, un adossement à une monnaie forte. En 1921, le franc belge traverse une crise profonde qui ne s'achèvera qu'en 1926 avec sa stabilisation à un septième de sa valeur d'avant-guerre (Eichengreen, 1992; Buyst et al., 2007). La dévaluation du franc belge décrétée le 25 octobre 1926 entraîne mécaniquement la première dévaluation du franc luxembourgeois (Thewes, 2011).

Cette dépendance subie pousse le directeur général des Finances Pierre Dupong à diversifier les ancrages monétaires du Grand-Duché. Par une série d'arrêtés successifs (26 août 1926 « contre les fluctuations du change », 25 octobre 1926 alignant le franc sur la livre sterling le jour même de la dévaluation belge, puis arrêtés du 27 août et du 27 octobre 1927), il décroche progressivement le franc luxembourgeois de l'orbite du franc belge. Cette séquence est complétée, après consultation du président de la Reichsbank Hjalmar Schacht⁹ sur l'opportunité d'un système monétaire autonome finalement écartée, par la loi du 19 décembre 1929 dite de *stabilisation*, qui définit le franc luxembourgeois par rapport à l'or et instaure une couverture métallique totale¹⁰ (Thewes, 2011; Jungblut, 1994).

Plus qu'un alignement passif sur la monnaie belge cette séquence illustre une stratégie active de construction d'une crédibilité monétaire propre par *superposition* d'ancrages, dans le cadre du *Gold Exchange Standard* restauré par la conférence de Gênes (1922), où

9. La consultation de Schacht (Thewes, 2011, p. 95) atteste que la matrice germanique demeure structurante pour l'expertise monétaire luxembourgeoise même après la dénonciation du Zollverein en 1918, dans une logique de *triple emboîtement germano-belgo-luxembourgeois*.

10. Cette loi affirme formellement une souveraineté monétaire nationale mais n'opère aucun changement pratique dans la demande d'encaisses ni dans les comportements des agents économiques qui continuent à utiliser prioritairement le franc belge (Jungblut, 1994).

seules la livre sterling et le dollar occupent le statut de monnaies-clés (*key currencies*) (Eichengreen, 1992; Bordo and Rockoff, 1996).

En s’arrimant successivement au franc belge (UEBL, 1921), à la livre sterling (arrêtés Dupong, 1927), à l’or (loi du 19 décembre 1929), puis au franc belge restauré après 1944 et à l’euro en 1999, le Luxembourg ne s’adosse pas à la force intrinsèque d’un partenaire mais *importe une crédibilité institutionnelle* par insertion dans le réseau monétaire international, sans avoir à en constituer l’infrastructure¹¹.

Cette logique recoupe ce que Ponsot (2003b) a qualifié d’*obsession de la crédibilité* dans son analyse des currency boards et de la dollarisation. Pour les petits États dépourvus d’autonomie monétaire effective, l’arrimage à une monnaie-clé ou à l’or constitue moins un renoncement qu’un dispositif institutionnel transformant une dépendance structurelle en ressource compétitive.

Le cas luxembourgeois constitue toutefois un cas qui valide et déborde de la typologie ponsotienne. Alors que les dollarisations latino-américaines analysées procèdent d’une crise de légitimité subie et d’une dégradation progressive de l’unité de compte domestique, le Luxembourg choisit ab initio la délégation monétaire intégrale dans un contexte de souveraineté politique restaurée, et la maintient durant huit décennies malgré certains épisodes de crise. La disjonction entre espace monétaire et espace de production, identifiée par les auteurs comme un coût structurel des régimes de délégation, y devient le ressort productif même de l’attractivité financière. Cette singularité fait du Grand-Duché un cas exemplaire de la catégorie identifiée par Ponsot (2003a) parmi les rares configurations où la délégation monétaire intégrale prend un sens économique soutenable. Plus généralement, c’est aussi et surtout celle des économies financières offshore¹².

Nous reprenons cette grille dans le sous-paragraphe suivant pour caractériser plus précisément la position du Luxembourg dans la typologie quadripartite des régimes de délégation monétaire.

Tripartition de la confiance et souveraineté fragmentée

Pour rendre compte de cette trajectoire d’arrimages successifs, nous mobilisons deux appareils théoriques complémentaires. D’une part, la tripartition de la confiance d’Aglietta and Orléan (1998) et, d’autre part, la typologie des régimes monétaires de Ponsot

11. Pour le détail des faits monétaires structurants, voir table 7 et 11 en Annexe 2

12. Pour le développement de cette lecture institutionnaliste de la trajectoire monétaire luxembourgeoise et son articulation avec les concepts d’unité de compte (Piluso, 2025), de coïncidence entre espace monétaire et espace de production (Ponsot, 2003a), de monnaie incomplète (Ponsot, 2016) et d’exogénéisation (Ponsot, 2002)p. 17, voir Annexe 2.

(2003a).

Tripartition de la confiance et relecture des ruptures

L'introduction collective de l'ouvrage *La monnaie souveraine* (Aglietta and Orléan, 1998)¹³ distingue trois formes hiérarchisées de légitimation monétaire :

- la *confiance hiérarchique* s'exprime sous la forme d'une autorité « *qui énonce les règles d'usage de la monnaie et qui émet le moyen de règlement ultime* » (Aglietta and Orléan, 1998, p. 25), garante de la qualité des relations monétaires dans leur ensemble (banque centrale, État) ;
- la *confiance méthodique* opère sur la sécurité des paiements quotidiens et « *procède de la répétition des actes de même nature qui mènent les échanges à bonne fin* » (ibid.). Elle relève de la routine et du mimétisme prudentiel caractérisant les pratiques de place financière ;
- la *confiance éthique* s'enracine dans « *l'universalité des droits de la personne humaine* » (ibid., p. 26) et postule la pérennité d'un ordre économique fondé sur une hiérarchie de valeurs partagées et la viabilité dans le temps des sociétés démocratiques.

Cette grille permet de relire les ruptures monétaires luxembourgeoises non comme de simples accidents techniques mais comme des *épreuves de la confiance*. La faillite de la Banque Nationale en 1881 (avec des déposants en colère qui brûlent leurs billets sur la Place d'Armes) marque l'échec d'une tentative précoce de confiance hiérarchique nationale. La *puissance protectrice* que l'État luxembourgeois cherchait à incarner perd son alliance avec les citoyens, qui cessent d'intérioriser la souveraineté monétaire comme principe immuable. Cet épisode matérialise précisément le caractère labile de la souveraineté monétaire nationale. La dévaluation imposée de 1935 et celle subie de 1982 manifesteront du surcroît la fragilité structurelle d'une confiance hiérarchique, cela même lorsqu'elle est en partie *déléguée* à un partenaire étranger.

L'adoption de l'euro en 1999-2002 inscrit la confiance hiérarchique luxembourgeoise dans une architecture monétaire inédite dont l'ancrage *éthique* demeure, comme l'écrivent les auteurs (Aglietta and Orléan, 1998, p. 31), une question ouverte : « *les souverainetés nationales sont additionnées et non pas articulées par un principe hiérarchique qui leur serait supérieur* ». Cette transposition prolonge néanmoins la logique inaugurée

13. Voir la section 4 « Les fondements de la confiance » de l'introduction co-signée par M. Aglietta, J. Andreau, M. Anspach, J. Birouste, J. Cartelier, D. de Coppet, C. Malamoud, A. Orléan, J.-M. Servet, B. Thérét et J.-M. Thiveaud (p. 24 à 31).

par l'UEBL en 1921, où, faute de pouvoir produire une crédibilité monétaire nationale après l'échec de la Banque Nationale de 1881, le Grand-Duché importe cette crédibilité par insertion successive dans des architectures monétaires plus robustes que la sienne (franc belge (1921), livre sterling et or (1927-1929), franc belge restauré (1944), euro (1999)). Ce cas démontre alors que l'on peut faire fonctionner un régime d'accumulation financiarisé en externalisant en partie la confiance hiérarchique nationale (défaillante), à condition d'investir la confiance méthodique (expertise juridique et administrative, mimétisme prudentiel, densité procédurale ultérieurement portée par la CSSF) et de s'ancrer à une confiance éthique supranationale. Ceci produisant un régime monétaire à géométrie de confiance redistribuée dans une logique compensatrice.

Typologie ponsotienne et fragmentation des plans de souveraineté

Dans la lignée de la tradition régulationniste, Ponsot (2003a) propose une typologie à quatre régimes articulée autour de deux critères croisés que sont le *degré de pénétration de la xénomonnaie* (partielle vs intégrale) et le *degré d'officialisation* ou d'institutionnalisation de son usage par les autorités du pays (de facto vs de jure).

Le cas du Luxembourg nécessite une distinction analytique entre les différents plans de la souveraineté monétaire. Sur le plan de la définition juridique de l'unité de compte, l'État luxembourgeois préserve durant toute la période 1921-1998 sa propre unité de compte officielle, le franc luxembourgeois, légalement instituée et maintenue au pair avec le franc belge (résistance institutionnelle retrouvée dans le régime de type A2).

Sur le plan de la collecte fiscale, cette unité de compte nationale exerce pleinement la fonction chartaliste. L'impôt sur le revenu des collectivités, la taxe d'abonnement sur les holdings de 1929, les droits d'enregistrement et les droits de timbre sont libellés et perçus en francs luxembourgeois jusqu'au passage à l'euro.

Sur le plan de l'émission *matérielle*, la souveraineté luxembourgeoise est *dispersée* entre plusieurs émetteurs. La BIL, seule banque privée luxembourgeoise (constituée avec des capitaux allemands Erlanger, Oppenheim, Schaaffhausen) dotée d'un privilège d'émission de billets, de 1856 jusqu'à l'introduction de l'euro en 2002, le Trésor luxembourgeois, puis l'IML (1983-1998) avant centralisation par la BCL en 1998 dans le cadre de l'Eurosystème. Les billets BNB en franc belge obtiennent cours légal au Luxembourg via la *Convention relative aux questions financières et monétaires* du 23 mai 1935, faisant du franc luxembourgeois une *monnaie d'appoint*.

Enfin, sur le plan de la fonction de *prêteur en dernier ressort* (PDR), le Luxembourg délègue *de facto* à la BNB des fonctions de banque centrale (refinancement, prêteur en dernier ressort, politique monétaire) par l'intermédiaire d'une agence ouverte à Luxembourg en 1936. La BCL elle-même reconnaît rétrospectivement que « jusqu'alors, le Luxembourg ne disposait pas de banque centrale, déléguant les charges incombant à une telle institution à la Banque nationale de Belgique » ([Banque centrale du Luxembourg, 2003](#); [Mersch, 1999](#)).

Cette délégation ne fait l'objet d'aucune attribution juridique explicite dans les conventions UEBL successives. Elle s'institue par défaut, dans l'angle mort des textes, réalisant ainsi une forme aboutie d'*exogénéisation* ponsotienne (proche de B2). La zone grise institutionnelle ne sera levée qu'avec la création de la BCL en 1998 et son intégration à l'Eurosystème.

L'exogénéisation ne fut pas imposée par la Belgique en 1921. Dès 1917, la *commission d'étude des problèmes économiques posés par la guerre et ses conséquences éventuelles*, composée de représentants de la sidérurgie et de l'agriculture, propose explicitement « une union monétaire avec un partenaire économique qui éviterait au pays toutes les difficultés créées par une "vraie" monnaie nationale » ([Jungblut, 1994](#), p. 139). L'exogénéisation est donc anticipée et désirée par les acteurs dominants de l'économie luxembourgeoise quatre années avant la signature de l'UEBL.

La fragmentation observée rend problématique l'attribution du statut de monnaie au franc luxembourgeois lui-même. Comme le documentent [Trausch and de Vreese \(1995\)](#), aucune des quatre fonctions monétaires canoniques (unité de compte, moyen d'échange, moyen de paiement, réserve de valeur) n'est intégralement assurée par le franc luxembourgeois durant la majeure partie de son existence, et les différentes épreuves de confiance attestent d'un lien social en constant délitement. Le franc luxembourgeois répond davantage à une monnaie *incomplète* ([Ponsot, 2016](#)), dont l'existence même relève davantage de la convention institutionnelle et politique que de la substance économique.

La formule matricielle

Cette fragmentation fonctionnelle illustre le ressort même de l'arrangement luxembourgeois. Historiquement, le papier-monnaie luxembourgeois souffre de la limitation inéluctable de son aire de circulation. Dès sa naissance, son défaut d'existence juridique et l'absence de valeur autonome formalise dès l'origine une *monnaie incomplète* (Ponsot, 2016; Aglietta, 2016). La souveraineté monétaire résiduelle qui s'y maintient plus tard sur les deux premiers plans (définition juridique de l'unité de compte et collecte fiscale) suffit à fonder une souveraineté juridico-fiscale différenciée indépendamment du degré d'externalisation des fonctions de banque centrale (refinancement, prêteur en dernier ressort, politique monétaire).

Le Luxembourg articule ainsi une configuration originale :

Souveraineté politique pleine + délégation fonctionnellement modulée des fonctions monétaires + souveraineté juridique et fiscale préservée.

L'hybridité fonctionnelle A2-B2 fait du Luxembourg un régime illustratif des économies financières offshore où la souveraineté juridique et fiscale préservée devient la ressource productive de l'arrangement, tandis que l'exogénéisation des fonctions monétaires substantielles en assure la durabilité par la crédibilité importée.

La formule matricielle trouve son expression la plus claire dans les mots d'Ernest Mühlen en 1982 : « *On peut dire en bref que le système monétaire luxembourgeois, pour autant que le terme "système" lui soit applicable, est un ensemble de pratiques, une somme d'expériences, mises à profit durant plus d'un siècle, ayant pour objectif de concilier une double exigence, à première vue contradictoire : sauvegarder au Grand-Duché le droit régalien de battre monnaie, tout en le faisant bénéficier des avantages d'une unité monétaire étrangère, internationalement connue, suffisamment universelle pour ne pas être frappée d'une décote sur les places étrangères* » (Jungblut, 1994). La tension entre la préservation des symboles et la délégation de la substance constitue le ressort opérationnel de l'arrangement monétaire luxembourgeois.

La *souveraineté fragmentée* ainsi reconduite ne constitue pas une faiblesse subie mais une ressource d'extraversion garantissant la stabilité méthodique des paiements quotidiens indispensable à la confiance des investisseurs étrangers, tout en préservant les marges juridiques et fiscales qui fondent l'avantage comparatif de la place. La pérennité du centre financier luxembourgeois apparaît dès lors comme l'effet conjoint d'une délégation monétaire stabilisatrice et d'une conservation des compétences souveraines productrices de droit différentiel.

Le développement de la place bancaire et financière offshore met en évidence la construction parallèle d'une souveraineté financière compensatrice. L'expansion soutenue des dépôts, l'augmentation des opérations interbancaires et l'internationalisation progressive des bilans bancaires (figure 4) illustrent comment le pays a consolidé son autonomie économique par les marges juridiques laissées intactes par l'arrangement UEBL. La délégation monétaire à la BNB ne constitue pas un renoncement absolu mais un partage sélectif des compétences. Cette articulation entre cession monétaire et codification juridique constitue un fait stylisé marquant de notre étude.

Trois configurations homologues de délégation monétaire choisie

(Luxembourg, 1842-2024)

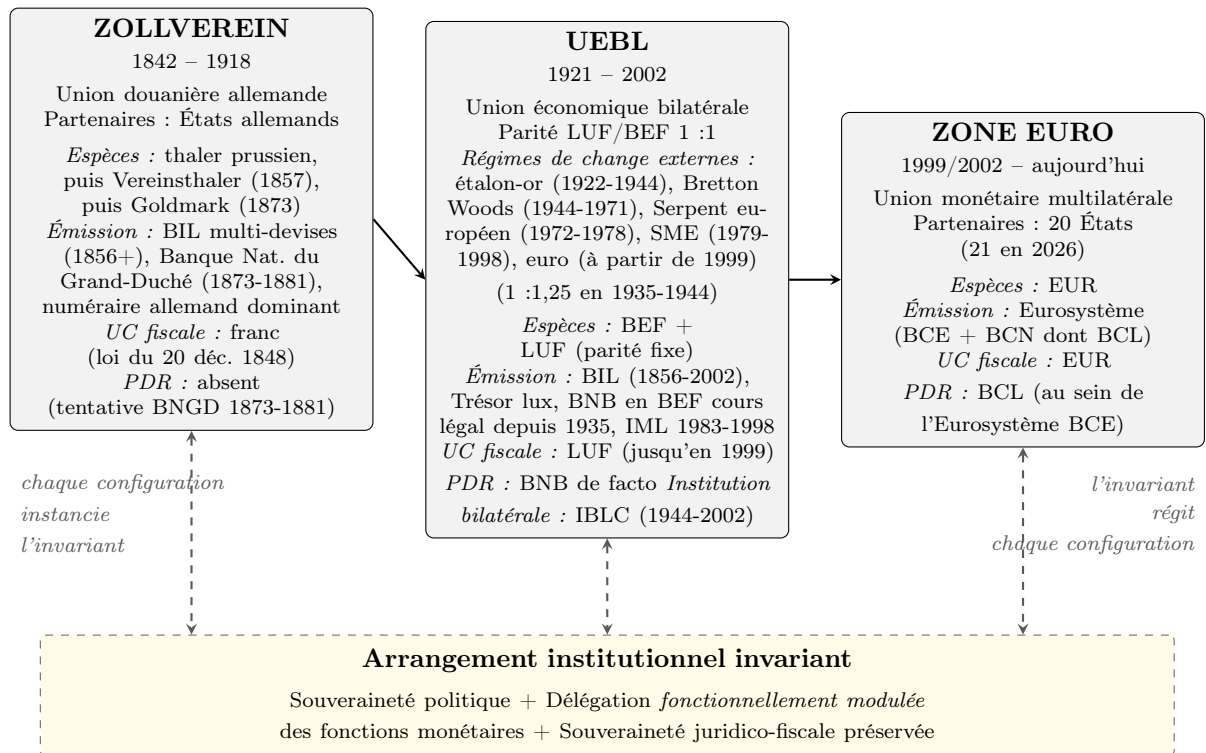


FIGURE 1 – Les trois configurations homologues de délégation monétaire choisie au Luxembourg (1842-2024).

Source : auteur, à partir de [Thewes \(2011\)](#) pour la trajectoire luxembourgeoise et de la Banque centrale du Luxembourg (*Histoire monétaire*).

Ces trois garanties résultent d’une accumulation sédimentaire¹⁴ de compromis. C’est sur ce socle que s’édifie, à la fin des années 1920, la réglementation financière offshore qui fait la spécificité de la place.

3 Fonder la réglementation financière offshore

Par *réglementation offshore*, nous désignons l’ensemble des dispositifs juridiques conçus par un État souverain pour traiter différemment, à l’intérieur de son territoire, les opérations financières impliquant des non-résidents ou libellées en devises étrangères, afin d’attirer des capitaux mobiles qui ne seraient pas mobilisables sous le régime de droit commun. Contrairement à une lecture courante qui opposerait *onshore* réglementé et *offshore* dérégulé, il s’agit ici d’une construction légale positive où l’offshore n’illustre pas l’absence de droit mais un droit différentiel, produit par l’État lui-même (Palan, 2006; Ogle, 2017).

Les lois luxembourgeoises de 1927-1929 naissent dans un contexte de forte circulation internationale des capitaux. Discutés dès 1926 au sein de l’administration et des milieux d’affaires, ils s’inscrivent dans l’ordre monétaire du *Gold Exchange Standard* restauré par la conférence de Gênes (1922), qui consacre une convertibilité partielle des principales devises et autorise une intense mobilité des portefeuilles privés¹⁵. Les législateurs luxembourgeois ne cherchent pas à créer *ex nihilo* des instruments juridiques inédits ; ils *copient* et adaptent des dispositifs déjà éprouvés ailleurs, principalement en Suisse et au Liechtenstein. À ce moment, la société anonyme (codifiée par la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales) existe déjà comme véhicule de droit commun.

L’article 3 permet à des entités à objet civil (gestion patrimoniale) d’adopter une forme commerciale, et l’article 37 autorise l’émission d’actions au porteur, garantissant l’anonymat et la célérité des transferts. Ce substrat juridique n’a pas à être réinventé. Il s’agit désormais de *coter* les titres (fournir une infrastructure de marché) et de *fiscaliser différemment* le véhicule holding (optimisation pour les non-résidents)¹⁶.

14. Au sens de Streeck and Thelen (2005), le *layering*, dont la sédimentation est la trace cumulée, désigne l’ajout actif d’amendements, de compléments ou de révisions à un ensemble institutionnel existant sans démantèlement du cœur ancien. Le mécanisme de changement y est celui de la *croissance différentielle* (differential growth) où les éléments nouveaux, greffés sur les anciens, peuvent progressivement supplanter par expansion relative, tout en préservant formellement la structure initiale.

15. Sur le contexte monétaire et financier des années 1920, voir Eichengreen (2019); Cassis (1999, 2010).

16. Ogle (2017) a montré comment les titres au porteur constituent, dans d’autres juridictions offshore de l’époque, un instrument essentiel de l’infrastructure d’anonymat.

Il importe de rappeler que l'entre-deux-guerres voit apparaître ou se consolider plusieurs concurrents directs. En Suisse et au Liechtenstein, des sociétés de domicile se forment entre 1921 et 1945 (Farquet, 2012). Puis Monaco, le Panama et plus tardivement certaines juridictions insulaires s'inscrivent dans la même dynamique. La trajectoire luxembourgeoise n'est donc pas un cas isolé mais participe à un mouvement commun des micro-États qui, dépourvus de marché domestique profond, font du droit leur avantage comparatif (Ugolini, 2011).

La fixité monétaire comme prérequis du dispositif extraterritorial (1927-1929)

La première brique de l'édifice extra-territorial est monétaire. Comme nous l'avons documenté en section 1.1.3, le directeur général des Finances Pierre Dupong amorce dès les arrêtés du 27 août et du 27 octobre 1927 l'alignement du franc luxembourgeois sur la livre sterling, puis consacre cet ancrage par la loi du 19 décembre 1929 dite « de stabilisation », qui définit le franc luxembourgeois par une parité légale de 0,0418422 gramme d'or fin et une couverture métallique d'au moins 33 (1/3)% de l'encaisse. Cette fixité, amorcée *avant* la loi Bourse de décembre 1927 et consacrée juridiquement après la loi holdings de juillet 1929, constitue moins une étape qu'une condition de possibilité de toute la séquence. Sans neutralisation préalable du risque de change, aucun investisseur étranger n'aurait consenti à domicilier son capital au Grand-Duché.

Le projet N°168² portant sur *la stabilisation de la monnaie luxembourgeoise* est discuté dans la même session parlementaire que le projet holding et figure dans le même dossier d'archives¹⁷. Les deux textes relèvent d'une même stratégie de construction financière, l'un stabilisant la monnaie, l'autre créant le véhicule juridique. La cohérence est confirmée par l'opposition parlementaire où les mêmes députés du Parti ouvrier (Krieps, Blum, Clement, Krier, Bausch) déposent des amendements aux deux projets, articulant une critique commune sur la subordination des intérêts nationaux au capital international.

La Bourse de 1927-1928 : une infrastructure d'enregistrement

La loi du 30 décembre 1927, entrée en vigueur en 1928, crée la Bourse de Luxembourg. Les archives du dossier législatif (ANL, CdD-2326) révèlent que le projet, porté par Pierre Dupong, ne vise pas seulement à organiser un marché pour les valeurs nationales mais annonce explicitement une ambition d'attraction des titres étrangers, arguant que la position géographique du Luxembourg « *au carrefour de trois grands pays* » lui

17. ANL, CdD-2373, projet de loi N°168².

confère un avantage structurel.

L'exposé des motifs précise la cible : « les industriels et commerçants de Belgique, de la Lorraine, du Pays Nancéen et de la Sarre »¹⁸. Il ne s'agit donc pas d'un « carrefour » abstrait mais d'un *bassin sidérurgique transfrontalier* que la Bourse cherche à capter, en cohérence avec la concentration industrielle ARBED-sidérurgie wallonne-lorraine documentée par [Barthel \(2008\)](#). La création de la Bourse de Luxembourg vise donc une émancipation financière concrète, non une posture symbolique.

Alors directeur général des Finances et chef de file du Parti de la droite, Pierre Dupong représente la faction dominante de la Chambre dans le gouvernement Bech. Son projet s'inscrit dans une coalition politico-administrative qui s'élargit progressivement au fil de la procédure législative. L'archive parlementaire documente ainsi, entre mai et novembre 1927, la construction délibérée d'un compromis politico-économique autour de la concurrence fiscale érigée en politique publique. L'exposé des motifs du 3 mai 1927 formule l'acte fondateur : « Pour atteindre le but voulu, il faut avant tout créer des facilités et des avantages que ne présentent pas les Bourses des pays qui nous entourent [...] trouvées dans une réduction considérable des frais, en particulier les frais d'intermédiaires et surtout les droits fiscaux »¹⁹.

Le Conseil d'État, dans son avis du 1er juillet 1927, valide la stratégie en l'inscrivant dans le langage administratif. Il observe que la cotation des titres étrangers « ne sera sollicitée que s'il existe un écart très sensible entre les taxes prélevées au Luxembourg et celles perçues sur les places étrangères »²⁰. La « différence » avec les concurrents apparaît ainsi codifiée dès la phase consultative. La Chambre de Commerce (16 août 1927) fournit ensuite la légitimation patronale. Pour attirer les valeurs étrangères, « il faut, de toute évidence, offrir des avantages et des facilités que n'offrent point les grandes bourses », lesquels formeront « le facteur primordial de son développement et de sa prospérité »²¹. La coalition État-milieux d'affaires est désormais formellement constituée. La Section centrale de la Chambre des Députés, dans son rapport du 28 novembre 1927, radicalise enfin la logique en allant au-delà des propositions gouvernementales. Cette dernière préconise « d'exonérer de tous impôts toutes les opérations boursières »²². L'imposition n'est plus seulement réduite mais est conceptuellement abolie sur le périmètre des transactions. Le législateur articule alors une vision où la Bourse fonctionne comme un guichet en libre accès, aligné sur les marchés offshore alors en gestation.

18. ANL, CdD-2326, exposé des motifs du 3 mai 1927.

19. *ibid.*

20. ANL, CdD-2326, avis du Conseil d'État, 1er juillet 1927.

21. ANL, CdD-2326, avis de la Chambre de Commerce, 16 août 1927.

22. ANL, CdD-2326, rapport de la Section centrale, 28 novembre 1927.

Cette séquence quadripartite (gouvernement, Conseil d'État, Chambre de Commerce, Section centrale) révèle un consensus institutionnel autour d'une même grille de lecture, id-est ne taxer que ce qui n'aurait jamais été taxé au Luxembourg en l'absence de la Bourse, et attirer les flux par une fiscalité marginale jugée seule compatible avec la maximisation de la base potentielle. Il ne s'agit pas de réduire une fiscalité existante, mais de calibrer une fiscalité nouvelle aux marges du système européen pour capter des flux transfrontaliers. Le projet de loi final intègre sans ambiguïté ce principe d'extraterritorialité fiscale par l'exonération totale du droit de timbre sur les titres étrangers et du droit de transmission sur les opérations boursières (art. 3 de la loi)²³. Une séparation analytique s'opère ainsi entre la fiscalité administrative de jure (taxes nominales prévues par le texte) et la non-imposition des flux de facto (exonérations couvrant l'essentiel des transactions internationales).

La Bourse n'est pas constituée comme un service public mais comme une société anonyme privée, la Société de la Bourse de Luxembourg, régie par la législation commerciale ordinaire (loi du 10 août 1915) et par un règlement d'administration publique (art. 2). Le modèle est explicitement britannique. L'exposé des motifs indique l'intention de constituer la Bourse « à l'instar de l'Angleterre ». L'État n'intervient qu'à la marge, par un commissariat de surveillance dont la rémunération est de surcroît supportée par la Société de la Bourse elle-même. Le dispositif prévoit une concession d'exploitation de quatre-vingt-dix-neuf ans (art. 2 du règlement). La conception intègre dès l'origine les vecteurs d'anonymat capitalistique qui caractériseront durablement la place. Les statuts de la Société de la Bourse (art. 8) prévoient que les actions « sont nominatives ou au porteur au gré des actionnaires » et qu'elles « pourront être converties [...] et réciproquement »²⁴. Le titre au porteur, instrument central de l'infrastructure offshore identifié par [Ogle \(2017\)](#), est ainsi inscrit dans le code génétique du dispositif boursier deux ans avant la loi sur les holdings.

23. ANL, CdD-2326, projet de loi du 21 décembre 1927, art. 3.

24. ANL, CdD-2326, statuts de la Société de la Bourse de Luxembourg, art. 8.

Enfin, le débat parlementaire de décembre 1927 confirme la cohésion de la majorité autour du dispositif. Des amendements complémentaires sont rejetés à l’unanimité, portant notamment sur la responsabilité civile des prospectus mensongers, sur des sanctions pénales contre la manipulation de cours, et sur la détention publique de 50% du capital de la Société de la Bourse, le surplus étant réservé à la Caisse d’Épargne et aux chambres professionnelles²⁵. Le projet de loi est ensuite adopté par 28 voix pour, 0 contre et 10 abstentions, avec dispense du second vote constitutionnel.

La structure normative du dispositif présente une caractéristique remarquable. Les conditions de nationalité que les socialistes voulaient inscrire dans la loi figurent en réalité déjà dans les statuts de la Société de la Bourse (majorité luxembourgeoise au conseil d’administration, présidence et vice-présidence obligatoirement luxembourgeoises ; art. 9 et 13 des statuts), tandis que les sanctions pénales pour manipulation de cours sont prévues dans le règlement d’exécution (art. 11 et 14 ; ANL, CdD-2326). Le contenu des protections n’est donc pas absent du dispositif, mais leur niveau normatif change. La majorité maintient ces protections au niveau réglementaire et statutaire, modifiables sans intervention parlementaire, plutôt qu’au niveau légal. Cette stratégie, où des techniciens et hauts fonctionnaires confèrent aux normes infra-législatives le soin de garanties que des parlementaires démocrates voudraient inscrire dans la loi, est documentée par [Pistor \(2019\)](#) comme un trait structurel de la fabrication moderne du droit du capital. Elle préfigure ici un mode de production réglementaire qui caractérisera durablement la place luxembourgeoise.

Contrairement aux grandes places financières européennes, cette institution ne fonctionne pas comme un marché actif de liquidité mais comme une infrastructure juridique d’enregistrement, permettant à des actifs étrangers d’acquérir une publicité internationale et une légitimité juridique sans nécessiter de substance économique locale. L’arrêté d’exécution du 22 mars 1928 confirme cette vocation en autorisant explicitement, dans son article 10, la possibilité d’une « cotation sans marché ». Le Conseil d’administration « peut rayer de la cote les valeurs [...] qui, faute de transactions ou pour tout autre motif, cesseraient d’y figurer utilement »²⁶. La cotation se sépare ainsi normativement de la liquidité, caractéristique qui distinguera durablement la Bourse de Luxembourg des grands marchés de transaction. La littérature qualifie ce dispositif d’*artificial exchange* ([Neal, 1993, 2000](#)), à savoir un entrepôt de validation juridique essentiel pour la construction de la place comme conduit international.

25. ANL, CdD-2326, amendements rejetés en séance du 21 décembre 1927.

26. ANL, CdD-2326 ; Mémorial n°349-15, arrêté d’exécution du 22 mars 1928, art. 10.

Le régime holding de 1929 : le véhicule fiscal

La loi du 31 juillet 1929 sur les sociétés holding complète l'édifice en ajoutant la couche fiscale. Trois fonds d'archives permettent de restituer le processus législatif dans son détail. Le dossier parlementaire de la Chambre (ANL, CdD-2373 et 2354), le registre des délibérations de la Section centrale (ANL, CdD-2354) et le dossier du Conseil d'État (ANL, M-02467, dossier interne n° 10613). Le concepteur technique du régime est Pierre Braun, Directeur de l'Enregistrement et des Domaines, qui rédige entre le 27 mai et le 29 juin 1929 quatre rapports successifs en dialogue avec Pierre Dupong, Directeur général des Finances. Le premier rapport (27 mai) pose l'architecture d'ensemble et procède à un *benchmarking* systématique avec la Suisse et le Liechtenstein (voir table 1).

Les sources doctrinales mobilisées par Braun sont explicitement nommées dans son rapport avec la doctrine francophone à travers Rambert, *Théorie générale des holding companies* (1923); la doctrine suisse à travers le Dr Wettstein, avocat à Zurich, dont l'article fournit la définition fiscale de référence de la *Holdinggesellschaft*²⁷; le concept allemand de *Schachtelgesellschaften* (sociétés à participations interdépendantes); et la loi belge du 30 août 1913 dont l'article 4 est explicitement utilisé comme modèle pour le système de l'apport brut. Une source jurisprudentielle est également mobilisée par le Conseil d'État dans son avis du 28 juin 1929 via un arrêt de la Cour civile du canton de Genève de 1928 confirmant la non-commercialité des opérations de gestion de portefeuille²⁸. Les législations suisses (loi fédérale du 28 septembre 1920 instaurant un impôt de guerre extraordinaire avec privilège fiscal pour les holdings, art. 65 cité explicitement, et législations cantonales de Glaris, Zurich, Genève et Schaffhouse) sont décrites en détail. Braun reconnaît explicitement la dynamique de concurrence fiscale qui structure le projet : « *les holdings recherchent avidement les pays où elles trouvent des allègements sensibles de charges publiques. C'est d'abord la Suisse qui a créé un régime fiscal spécial aux holdings; la principauté de Liechtenstein lui a emboîté le pas, dans un esprit de compétition* » (ibid.).

La définition retenue est celle de la *holding pure*, une société sans activité commerciale ou industrielle propre et bornée à la gestion d'un portefeuille de participations. Le Luxembourg écarte délibérément le modèle de la *holding mixte* pratiqué dans plusieurs cantons suisses, qui admettait une combinaison avec des activités opérationnelles dès lors que les participations, c'est-à-dire à concurrence de 70% au moins, dominaient l'avoir

27. Citation directe par Braun : « Als Holdinggesellschaft definiert die Steuergesetzgebung eine Gesellschaft welche nicht direkt aktiv erwerbstätig ist, sondern sich in der Hauptsache ihrer Tätigkeit auf die Verwaltung von Beteiligungen bei anderen Gesellschaften beschränkt » (ANL, M-02467, rapport Braun du 27 mai 1929).

28. ANL, M-02467, projet d'avis du Conseil d'État, p. 2.

social. Le véhicule est sciemment conçu comme une société de siège économiquement inerte sur le territoire national.

Le tableau de comparaison fiscale construit par Braun et reproduit dans le document parlementaire imprimé n° 243 constitue la pièce centrale de l'argumentaire (voir tableau 1). Pour une holding au capital de 20 millions de francs réalisant un revenu annuel de 1 million, les charges publiques annuelles s'élèvent à 334 000 fr. au Luxembourg sous le droit commun, contre 38 000 fr. à Glaris (Suisse) et 38 000 fr. au Liechtenstein. Braun conclut explicitement : « *si l'on veut créer chez nous un terrain favorable pour les holding companies, on devra, sans contredit, organiser à l'égard d'elles un régime fiscal au moins aussi mitigé que celui de la Suisse (Glaris) ou du Liechtenstein* »²⁹.

TABLE 1 – Comparaison internationale des charges fiscales annuelles sur les sociétés holding avant et après la loi luxembourgeoise de 1929 : reconstitution archivistique d'après le rapport Braun

Indicateur	Luxembourg (avant loi H29)	Luxembourg (après loi H29)	Suisse (canton de Glaris)	Liechtenstein
Capital social (hyp.)	20 000 000 fr.	20 000 000 fr.	20 000 000 fr.	20 000 000 fr.
Revenu annuel (hyp.)	1 000 000 fr.	1 000 000 fr.	1 000 000 fr.	1 000 000 fr.
Impôt sur le revenu (9 %)	90 000 fr.	—	—	—
Surtaxe (60 %)	54 000 fr.	—	—	—
Impôt complémentaire	10 000 fr.	—	—	—
Impositions communales (130 %) ^a	130 000 fr.	—	—	—
Taxe d'abonnement sur titres ^b	50 000 fr.	32 000 fr.	—	—
Impôt sur le coupon (féd. 3 %)	—	—	30 000 fr.	30 000 fr.
Impôt sur le capital (cant. 0,4 ‰)	—	—	8 000 fr.	8 000 fr.
Charge fiscale annuelle totale	334 000 fr.	32 000 fr.	38 000 fr.	38 000 fr.
Taux effectif (sur revenu)	33,4 %	3,2 %	3,8 %	3,8 %

^a Ce taux correspond au système luxembourgeois des centimes additionnels communaux : un coefficient multiplicateur voté par la commune et appliqué à la base de l'impôt principal (impôt sur le revenu + impôt complémentaire).

^b Avant H29, la taxe d'abonnement correspondait au taux ordinaire pour les sociétés anonymes de 25 centimes par 100 francs (soit 0,25 %).

Source : auteur, à partir des Archives nationales du Luxembourg (M-02467, CdD-2373, 2354).

29. ANL, *ibid.*

Le régime des holdings est fondé sur une exonération quasi totale d'impôts sur le revenu, de la surtaxe, de l'impôt complémentaire et de l'impôt sur les coupons, en échange d'une interdiction stricte d'activité industrielle ou commerciale au Luxembourg. L'État substitue à l'imposition directe trois taxes légères assises sur le capital que sont le droit d'apport (32 centimes par 100 francs), la taxe d'abonnement annuelle spéciale (16 centimes par 100 francs), et le droit de timbre sur les titres émis (initialement fixé à 1 franc par 1 000 francs sans fraction, corrigé à 10 centimes par 100 francs sans fraction). La taxe d'abonnement et le droit de timbre sont dus sur la totalité du capital social, libéré ou non, pour « *couper court à des controverses éventuelles* »³⁰.

Cette taxation sur le capital, plutôt que sur les flux de revenus, présente l'avantage technique d'une assiette stable, car, indépendamment des distributions de dividendes effectivement réalisées par la holding, les recettes fiscales restent prévisibles pour le Trésor. Cette logique est cohérente avec la prédiction quantitative formulée dans les rapports. Pour un capital de 10 millions, les frais uniques de constitution sous le régime holding luxembourgeois s'élèvent à 42,000 fr. (droit d'apport 32,000 + droit de timbre 10,000), contre 180,000 fr. à Glaris ou au Liechtenstein.

Le quatrième rapport Braun (29 juin) introduit un dispositif révélateur de la sophistication du projet. Il identifie le risque qu'un contribuable luxembourgeois apporte un portefeuille de titres étrangers à une holding indigène pour transformer des revenus imposables en dividendes exonérés. Sur les trois solutions correctives proposées, le Conseil d'État retient la première, qui devient l'article 2 de la loi. Le détenteur résidant reste imposable proportionnellement à la fraction de titres étrangers détenus par la holding. Le projet n'est donc pas un régime de pur laisser-faire mais un calibrage entre attractivité externe et neutralité fiscale interne.

Le Conseil d'État résume sa propre lecture du dispositif dans une formule saisissante : « *théoriquement, une concentration formidable de capitaux prendra siège légal dans le Grand-Duché; ce sera une puissance condamnée à l'inactivité commerciale et par conséquent inoffensive* »³¹. La Section centrale a examiné et écarté les dispositions protectrices d'un quota de personnel luxembourgeois (sur le modèle de la loi sur l'électrification du pays) et une majorité luxembourgeoise au Conseil d'administration (sur le modèle de l'arrêté fédéral suisse de 1919).

30. ANL, M-02467, rapport Braun du 27 mai 1929, commentaire de l'alinéa 3.

31. ANL, M-02467. Les annotations manuscrites portées en marge du même projet d'avis (substitution proposée de « avoir social » par « capital », ajout du qualificatif « indigènes » aux obligations, précision sur la définition de l'activité commerciale défendue) montrent un travail de finition rédactionnelle sans contestation du principe.

Le motif est explicite. Il faut « *laisser aux Holding la plus grande liberté possible* »³². Le texte adopté assortit le régime de sanctions calibrées telles qu'une clause de déchéance en cas de perte du caractère de holding pure (la société est alors soumise au droit commun), une amende de 2 francs par mille francs sur le capital pour fraude au statut, et une amende de 25 centimes par mille francs pour refus de communiquer les livres à l'administration de l'enregistrement.

Lors de la séance du 17 juillet 1929, la Chambre adopte le projet de loi par 32 voix pour et 11 contre, avec dispense du second vote constitutionnel. Le clivage politique est plus marqué que pour la loi Bourse de 1927 (où le Parti ouvrier s'était abstenu). Sur la loi holdings, l'opposition socialiste vote contre, dans la continuité de sa réclamation, exprimée et écartée en Section centrale, de conditions de nationalité pour le personnel et les administrateurs. L'ensemble du processus, du premier rapport Braun à la promulgation, n'aura duré que deux mois. La proposition de loi déposée le 16 février 1937 (document parlementaire n°16, session 1936-1937) vise à modifier directement l'article 1er de la loi de 1929 avec l'introduction d'un capital social minimum de 300 000 francs, obligation de mention "société de participation financière, société holding" sur tous les actes, publication du portefeuille au bilan annuel, relèvement du droit d'apport à 50 centimes. Cette proposition n'aboutit pas en tant que telle mais préfigure les modifications introduites quelques mois plus tard par voie réglementaire.

La loi du 27 décembre 1937 délègue au gouvernement le pouvoir de légiférer par arrêté en matière de régime fiscal des sociétés holding. Deux arrêtés grand-ducaux du 17 décembre 1938 sont pris en exécution de cette habilitation. Le premier modifie le régime général des holdings 1929 ; le second crée un régime accessoire pour les "holdings milliardaires" leur permettant d'opter pour un régime spécial où la taxe d'abonnement annuelle est remplacée par un impôt sur le revenu spécial perçu sur les intérêts, dividendes et tantièmes versés. L'ensemble du dispositif sera abrogé par la loi du 22 décembre 2006 (Mémorial A 1929/39, 1937/n°1, 1938 ; ANL, M-02467 ; Mémorial A n°241 du 29 décembre 2006). Le régime H29 disparaît en 2010 et est remplacé par le régime de la société de gestion de patrimoine familiale (SPF).

32. *ibid.*

Formation et diffusion d'un dispositif extraterritorial

La quasi-simultanéité des lois de 1927-1929 confère à cette séquence une importance particulière, que nous identifions comme une jonction critique (*critical juncture* ([Streeck and Thelen, 2005](#))) de la trajectoire institutionnelle. La fixité monétaire, amorcée par les arrêtés Dulong de 1927 et consacrée par la loi du 19 décembre 1929, constitue le prérequis. En garantissant la parité avec le franc belge et l'ancrage à l'or, elle neutralise le risque de change qui aurait dissuadé les investisseurs étrangers. La Bourse fournit ensuite l'infrastructure d'enregistrement et de publicité des titres internationaux. Le régime holding offre le véhicule fiscal de domiciliation. Ces trois dispositifs articulés instaurent une dissociation durable entre résidence juridique et activité économique réelle et ainsi une *bifurcation de l'espace souverain* ([Palan, 2002, 2006](#)).

L'articulation procédurale entre les trois textes est documentée dans deux indices archivistiques convergents. Le registre des délibérations de la Section centrale (ANL, CdD-2354) atteste qu'au cours de la séance du 30 mai 1929, la même Section centrale examine successivement la stabilisation de la monnaie (à 2 h $\frac{1}{2}$) puis les sociétés commerciales (à 4 h $\frac{3}{4}$). Le 26 juin 1929, la Section centrale examine les amendements au projet de stabilisation, écarte l'amendement du parti ouvrier à l'article 1, et adopte l'amendement du gouvernement libellant la parité du franc luxembourgeois à 0,0418422 gramme d'or fin. Le dossier parlementaire des holdings lui-même (ANL, CdD-2373) contient, intercalé entre les imprimés n°243¹ et n°243², l'imprimé n°168² du projet de loi portant stabilisation de la monnaie luxembourgeoise, avec ses motions et amendements (Krieps, Blum, Clement, Krier, Bausch)³³.

Cette séquence législative s'inscrit dans une configuration politique spécifique à l'entre-deux-guerres luxembourgeois. Le gouvernement Bech (1926-1937)³⁴, coalition stable entre le Parti de la droite et le mouvement libéral, dispose d'une majorité cohésive pour porter un agenda pro-industriel³⁵. La loi H29 a bénéficié du soutien actif de l'ARBED, principal groupe sidérurgique du Grand-Duché, dont l'intérêt à disposer d'un véhicule de structuration internationale des participations est documenté par [Calabrese \(2023\)](#).

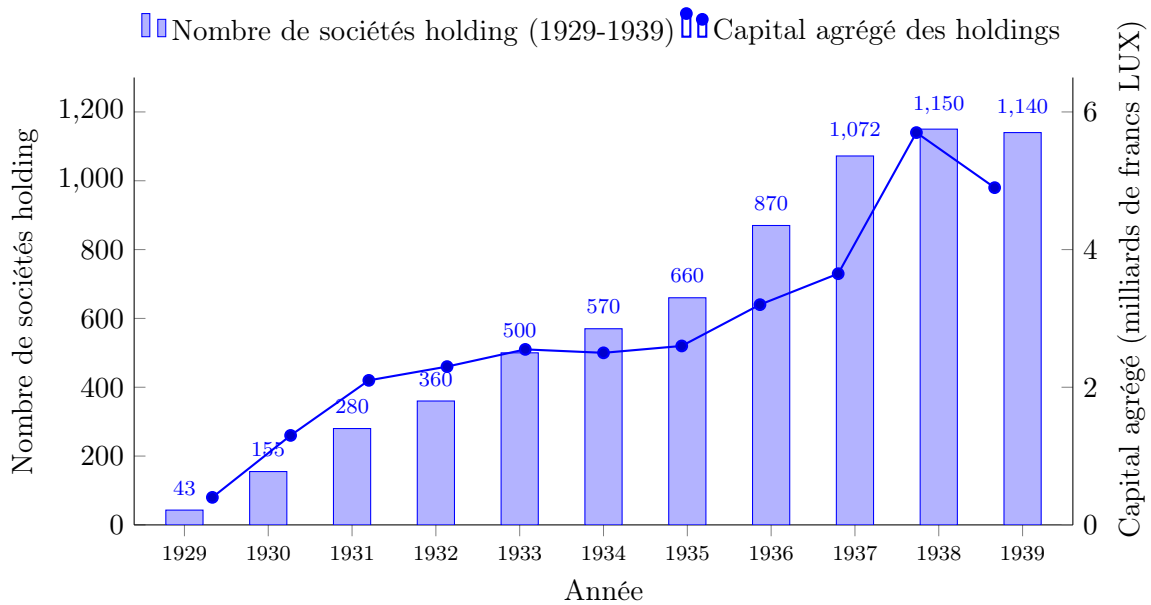
33. Cette présence est attestée par l'analyse archivistique du dossier (ANL, CdD-2373). Son statut, interpolation accidentelle ou cohérence thématique d'origine, mériterait une investigation complémentaire. La cohérence avec la séance simultanée du 30 mai 1929 documentée par CdD-2354 et avec l'identité des acteurs (Reuter président, Thorn rapporteur, Krieps présent) sur les deux dispositifs, plaide pour la seconde hypothèse sans toutefois la trancher.

34. Voir [Thewes \(2011\)](#)

35. L'arrivée au pouvoir de Joseph Bech en juillet 1926 est elle-même documentée comme résultant du soutien des compagnies sidérurgiques ([Trausch, 1978](#); [Barthel, 2008](#)). Cette configuration éclaire la séquence législative 1927-1929 sans que l'on puisse, sur la base des archives parlementaires, établir formellement l'implication de chaque groupe industriel dans chaque texte.

Malgré le krach boursier intervenu trois mois après le vote de la loi, la diffusion des holdings dans les années suivantes est rapide. Leur nombre passe de 43 en 1929 à 1 072 en 1937, dépassant 1 100 en 1938-1939 (Voir [Calabrese and Majerus \(2023\)](#) et dossier CdZ box A-6596,ANL). Sur l'ensemble 1929-1939, 1 486 holdings ont été enregistrées au Mémorial du Grand-Duché. Le capital agrégé passe d'environ 0,3 à 5,7 milliards de francs luxembourgeois entre 1929 et le pic de 1938 (voir figure 2).

FIGURE 2 – Nombre de sociétés holdings et capital agrégé des holdings établies au Luxembourg (1929-1939).



Source : auteur, à partir des données compilées de [Calabrese \(2023\)](#) et des Archives nationales du Luxembourg (ANL).

Entre 1940 et 1944, l'occupation allemande suspend l'ordre juridique luxembourgeois. Le Reichsmark est imposé, les institutions financières sont intégrées au système économique nazi, et les banques luxembourgeoises sont contraintes à des placements forcés en Allemagne³⁶.

36. Durant l'occupation, les banques du pays ont été forcées de placer une part substantielle de leurs dépôts en Allemagne, exposant leurs actifs à des pertes considérables lors de la libération du fait de la dévaluation du Reichsmark. Pour éviter une crise de liquidité bancaire similaire à celle de 1918, l'État luxembourgeois racheta ces actifs, convertissant les Reichsmarks en francs luxembourgeois ; cette opération de compensation des placements forcés permit aux banques de rembourser leurs déposants et de stabiliser le système bancaire national ([Majerus and Zenner, 2020](#)).

4 L’offshore bancaire

Le contexte d’urgence de l’après-guerre explique l’extension des prérogatives publiques en matière monétaire et bancaire. De retour de l’exil, le gouvernement doit gérer la compensation des placements forcés, le contrôle des changes et le recensement des valeurs mobilières. C’est dans ce contexte que sont créés l’Institut Belgo-Luxembourgeois du Change (IBLC)³⁷, en 1944, qui réactive l’UEBL après la rupture de l’occupation et garantit au Luxembourg le maintien de son ancrage monétaire par parité avec le franc belge, et le Commissariat au contrôle des banques (CCB)³⁸, créé par arrêté grand-ducal du 17 octobre 1945 sous le gouvernement Dupong, qui institutionnalise une supervision bancaire fondée sur le dialogue et la confiance entre les établissements et le régulateur, plutôt que sur la sanction systématique (ANL, box Fin-07264 / Fin-07302).

Parallèlement, l’arrêté grand-ducal du 25 octobre 1944 confère à la Banque et Caisse d’Épargne de l’État (BCEE) le droit de mener une série d’opérations bancaires habituellement réservées aux banques commerciales. Les banques privées dénoncèrent rapidement les avantages statutaires et fiscaux dont bénéficiait la BCEE, en y voyant une distorsion concurrentielle au profit d’un acteur public hybride. Cette tension préfigure une caractéristique structurelle de l’architecture bancaire luxembourgeoise d’après-guerre, à savoir un système où la régulation s’élabore par négociation entre acteurs aux statuts hétérogènes, sans rupture frontale entre intérêt public et intérêt privé.

Le système de Bretton Woods institue un régime de finance régulée (parités fixes mais ajustables ancrées sur le dollar, contrôles de capitaux institutionnalisés et segmentation nationale des activités bancaires, qui préservent l’autonomie de politique monétaire des États) au prix d’une mobilité internationale des capitaux encadrée. Dans ce contexte, l’architecture institutionnelle domestique existante est *convertie* (Thelen, 2009) et progressivement adaptée aux opportunités offertes par l’arbitrage réglementaire international. La place devient alors, avant même l’essor des euromarchés, un espace bancaire qui est un système de crédit majoritairement constitué de filiales et succursales étrangères, attirées par une combinaison unique d’avantages réglementaires.

37. L’arrêté-loi belge du 6 octobre 1944 créant l’IBLC est explicitement cité dans la législation belge ultérieure ; voir Chambre des Représentants, doc. parl. 234, SE 1974, rapport Desmarets.

38. Le Commissaire nommé, Pierre Werner, exerçait conjointement celle de Conseiller du gouvernement, et sera Ministre d’État (1953-1974). Cette continuité prosopographique illustre la cohérence stratégique des élites institutionnelles luxembourgeoises dans la construction du régime financier.

Lois et institutions : le socle institutionnel d'après-guerre

Le CCB met en place dès 1945 une régulation hybride caractérisée par le *dialogue et la confiance* entre régulateur et régulés (ANL, CdD-003/00021/034). Cette régulation par négociation offre la flexibilité nécessaire pour accueillir progressivement de nouveaux instruments financiers internationaux. Les grands groupes belges utilisent dès lors leurs filiales luxembourgeoises pour la gestion de fortune et les fonds d'investissement, sans que les statistiques internationales (FMI, BRI) ne puissent isoler ces activités du fait de l'agrégation des données belgo-luxembourgeoises héritée de l'UEBL.

Au-delà de la séquence de 1927-1929, plusieurs marqueurs réglementaires des années 1960 viennent étendre le socle juridique de la place. La loi-cadre de 1962 relative à l'amélioration de la structure générale et de l'équilibre régional de l'économie nationale, première grande loi de soutien public à la diversification industrielle, formalise le pivot d'un État développeur sidérurgique vers un État promoteur de la place financière³⁹. Aussi, la loi du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu (LIR) qui structurera la place financière jusqu'à ce jour. Cette dernière abroge et remplace l'ancien droit fiscal luxembourgeois hérité du droit allemand de 1934 et fonde l'architecture fiscale contemporaine du Grand-Duché. Elle organise l'impôt sur le revenu des personnes physiques et des collectivités selon une logique unifiée. L'article 166, consacré au régime des sociétés mères et filiales, pose le principe d'une exonération des revenus de participations importantes destinée à éviter la double imposition économique au sein des groupes de sociétés. Il deviendra le pilier du régime Soparfi après son enrichissement progressif dans les années 1990-2000⁴⁰.

Plus déterminante encore pour l'infrastructure offshore, la création en 1965 de la *holding de financement* étend le périmètre fonctionnel du véhicule patrimonial issu de H29. La nouvelle catégorie permet à des groupes internationaux de structurer leurs emprunts obligataires dans un cadre fiscal attrayant, les titres émis étant exemptés de toute retenue à la source⁴¹. Le dispositif transforme la holding patrimoniale de 1929 en support juridique privilégié des futures *euro-émissions* luxembourgeoises. Il permet à une holding d'accorder des prêts à des sociétés faisant partie du groupe, sans que la société holding ne détienne une participation directe dans le capital de la société emprunteuse. Les titres de ces emprunts étaient exemptés de retenue à la source.

39. *Mémorial A* n°33 du 19 juin 1962 ; renouvelée par la loi du 5 août 1967.

40. La loi met également en place des dispositions techniques (articles 146 sur la retenue à la source, 147 sur ses exonérations, 148 sur son taux, 164b sur l'intégration fiscale, 168 sur les holdings) qui forment l'ossature contemporaine du droit fiscal luxembourgeois des sociétés.

41. Paperjam, *L'histoire de la gestion de patrimoine au Luxembourg*, <https://paperjam.lu/article/histoire-gestion-patrimoine-au>.

Ce glissement fonctionnel, opéré sans réforme législative ni débat parlementaire mais par circulaire administrative, illustre le mode caractéristique de production normative de la place où chaque interprétation extensive élargit le périmètre du dispositif initial sans le remettre substantiellement en cause.

S'ajoute à cette dernière la loi du 29 décembre 1971 concernant l'impôt frappant les rassemblements de capitaux dans les sociétés civiles et commerciales. Elle transpose en droit luxembourgeois la directive européenne 69/335/CEE et institue le droit d'apport, taxe perçue lors de la constitution d'une société ou lors d'apports nouveaux en capital, fixée initialement à 1% du capital souscrit (Art. 6). Il restera en vigueur pendant trente-sept ans avec un taux maintenu à 1% jusqu'au 31 décembre 2007, abaissé à 0,5%, puis aboli par la loi du 19 décembre 2008 transposant la directive 2008/7/CE du Conseil du 12 février 2008. L'imposition sur la constitution des véhicules disparaît au profit de la fiscalité sur les seuls flux récurrents (taxe d'abonnement sur les fonds, droits d'enregistrement résiduels, retenues à la source résiduelles).

Composition initiale de la place bancaire (1945-1969)

Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, la place bancaire luxembourgeoise se compose d'un noyau restreint d'établissements de tradition. Plusieurs banques sont sous contrôle exclusivement luxembourgeois. Premièrement, la BCEE (fondée par la loi du 21 février 1856), banque publique dont les prérogatives bancaires sont étendues au statut de banque universelle par l'arrêté grand-ducal du 25 octobre 1944. Deuxièmement, la Banque Internationale à Luxembourg (BIL, 1856), banque privée universelle fondée avec des capitaux allemands devenus mixtes (belgo-franco-allemands) durant l'entre-deux-guerres, sans contrôle majoritaire d'une nationalité unique avant 1991-1992 (entrée du Crédit Communal de Belgique).

La Banque Mathieu Frères⁴², créée en 1937, prolonge sur la place une présence française antérieure. La Banque d'Alsace et de Lorraine (BAL), devenue Crédit Industriel d'Alsace et de Lorraine (CIAL) plus tard, y avait ouvert ses premières agences dès 1920. Les établissements à contrôle belge structurent la première phase d'expansion tels que la Banque Générale du Luxembourg (BGL), créée le 29 septembre 1919 à l'initiative de la Société Générale de Belgique comme société de droit belge, devenue société de droit luxembourgeois en 1935 mais conservant un actionnariat majoritairement SGB (Tausch and de Vreese, 1995), la Kredietbank Luxembourg (KBL), filiale luxembour-

42. Renommé Banque de Luxembourg en 1978.

geoise de Kredietbank Belgique fondée en 1949 (Calabrese, 2023, p. 100, note 331), et la Banque Européenne du Luxembourg, établie en 1961 comme succursale de Banque Lambert Bruxelles [p. 102-103](ibid.).

L'arrivée des banques étrangères non belges s'accélère dans la seconde moitié des années 1950, avec notamment le retour de la Société Générale Alsacienne de Banque (présente au Luxembourg dès 1893 mais fermée pendant la Seconde Guerre mondiale) et la création du Crédit Européen S.A. dans les années 1960 par un consortium de banquiers américains et de notables luxembourgeois. La place compte ainsi 14 banques classées Belgique/Luxembourg en 1970 dans la nomenclature du CCB et de la BCL, une catégorie qui apparaît dominée par les filiales belges, d'après la désagrégation introduite à partir de 2003, cette composante reste majoritairement belge à hauteur d'environ 75 % (15 banques belges contre 5 banques sous contrôle luxembourgeois en 2003), proportion qu'on peut raisonnablement projeter en arrière sur les décennies antérieures.

Au tournant des années 1970, les archives du centre de recherche et d'information socio-politiques (CRISP) fournit une photographie consolidée et contemporaine de cette implantation belge⁴³. Au-delà du contrôle capitalistique formel, le rapport relève que la Banque de Bruxelles exerce dès cette date une « influence prépondérante » au sein de la BIL, sans atteindre encore le seuil majoritaire qui ne sera franchi qu'en 1992 par le Crédit Communal de Belgique (51%). La BGL exerce alors son activité à travers deux sous-filiales propres, la Compagnie foncière et hypothécaire du Luxembourg (*Cophylux*) et le Crédit général du Luxembourg (*Crégelux*), qui illustrent la ramification fonctionnelle (banque, immobilier, crédit) du dispositif belge au Grand-Duché. Le groupe Lambert opère via la Banque Lambert-Luxembourg, dotée depuis janvier 1971 d'une sous-filiale de portefeuille au Luxembourg (*NUA Compagnie financière internationale SA*).

La KBL⁴⁴ est identifiée par le rapport comme « l'un des grands spécialistes de l'euro-marché », constituant un témoignage contemporain et belge de la spécialisation euro-marché de la place. À ces banques pivots s'ajoutent en 1972 trois autres filiales belges

43. Voir *l'internationalisation du système bancaire belge*, *Courrier hebdomadaire du CRISP*, n° 551, 4 février 1972

44. Cette double polarisation géographique des banques belges (Afrique centrale et Luxembourg) relevée par le rapport du CRISP n'est pas une coïncidence. Elle constitue, comme l'a démontré Weeks (2024), les deux pôles d'un même circuit financier néocolonial où les filiales luxembourgeoises des grandes banques belges recyclent vers les marchés globaux les revenus tirés des opérations au Congo (1885-1960) puis financent massivement le régime d'apartheid sud-africain. La seule KBL Luxembourgeoise documente 625 millions de dollars de prêts à des entités sud-africaines sur 1967-1975 soit environ 13% de son portefeuille de prêts aux entreprises. Voir également les propos de l'ancien Premier ministre Jacques Santer cités par Weeks (2024) : « si nous étions entrés dans une union économique avec la France, le Luxembourg ne serait jamais devenu un centre financier »

au Grand-Duché que sont la Banque du Benelux *La Luxembourgeoise SA*, affiliée groupe anversoïse Kreglinger et associée à Bankers Trust New York, la Banque de Paris et des Pays-Bas pour le Grand-Duché de Luxembourg, dans laquelle la BPPB Belgique détient une participation de 33 % et l'Union des banques privées (*Unibanque*), contrôlée par la Banque Nagelmackers, la Banque commerciale de Liège, la SEFIC et la Banque Sud-belge.

Au-delà des implantations bilatérales, une structure coopérative illustre la conversion précoce du Luxembourg en plateforme d'agrégation des euromarchés : *Ameribas Holding SA*, joint-venture luxembourgeoise créée en 1966 par la Bank of America et la Banque de Paris et des Pays-Bas, spécifiquement dédiée aux euro-obligations⁴⁵. Le rapport CRISP pointe enfin le ressort structurel de cette migration : « le fait que Luxembourg, où une législation favorable a attiré un grand nombre de holdings et de sociétés financières, de fonds de placement, soit lié à la Belgique par une union monétaire pose aussi des problèmes car les transferts de fonds se font donc sans contrôle »⁴⁶.

Effets d'agglomérations autour de l'activité bancaire

L'absence de réserves obligatoires (en l'absence de banque centrale) et de législation prescrivant des réserves, l'absence de retenue à la source et l'absence de contrôle des changes constituent un triptyque d'attractivité sans équivalent en Europe continentale (Cassis, 2010; Dörry, 2015). Le nombre d'établissements passe d'une dizaine après la guerre à 26 en 1967, puis 107 en 1979 (figure 3), tandis que la masse bilancielle croît dans des proportions considérables sur la période 1947-1971⁴⁷.

L'arrivée des banques étrangères se fait par vagues successives. Les banques allemandes se multiplient dans les années 1970 pour échapper aux réserves obligatoires de la Bundesbank⁴⁸; banques suisses, françaises et italiennes pour accéder aux euromarchés; puis banques américaines et scandinaves. Chaque vague renforce les effets d'agglomérations où plus les banques étrangères s'installent, plus la place devient utile aux suivantes plus par l'épaisseur croissante de son environnement contractuel que celle du marché domestique.

45. Sur le rôle d'Ameribas dans la chronologie des euromarchés, voir *ibid.*

46. *Ibid.*, p. 20.

47. Voir figure 4.

48. Dès 1967, une vague de banques allemandes afflue à la suite de l'obligation de placer un pourcentage de leurs dépôts auprès de la Banque centrale (Tausch, 2002). Aussi, le mécanisme du *Bardepot* mis en place en mars 1972 imposait le dépôt non rémunéré auprès de la Bundesbank d'une fraction des emprunts en eurodevises; combiné à un ratio fonds propres/engagements de 1 :18 en RFA contre 1 :33 toléré au Luxembourg (Calabrese, 2023, p. 188), ce dispositif incita les banques allemandes à incorporer des filiales luxembourgeoises (Dresdner, Commerzbank, Deutsche Bank, dès 1967). D'autant qu'à cette époque, le Luxembourg ne disposait pas encore de banque centrale.

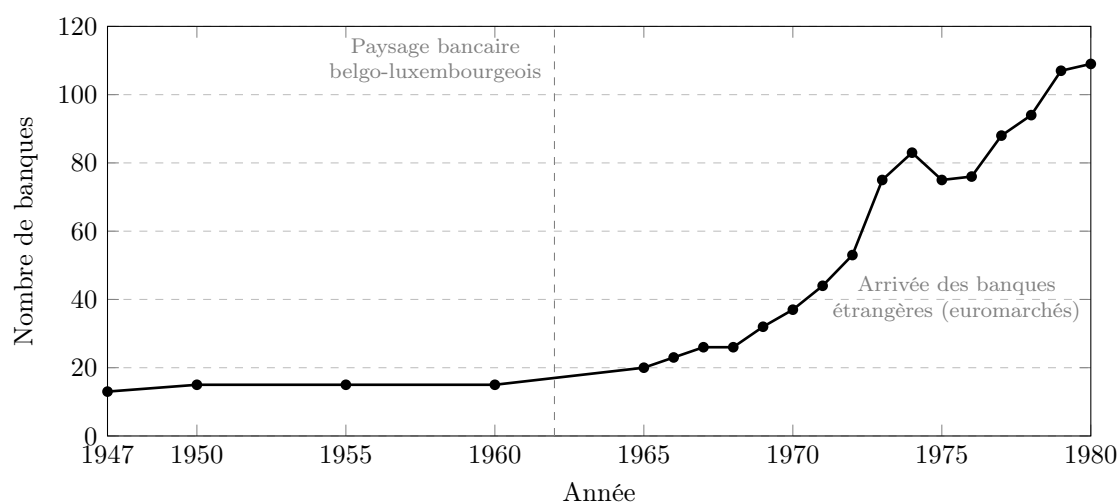


FIGURE 3 – Évolution du nombre de banques établies au Luxembourg, 1947-1980

Jusqu'au tournant des années 1968-1970, le paysage bancaire est essentiellement composé d'établissements belges et luxembourgeois (BIL, BGL, BCEE, filiales de la Société Générale de Belgique et de la Kredietbank). À partir de 1970, l'essor des euromarchés provoque l'arrivée massive de banques allemandes et américaines, faisant tripler le nombre d'établissements en une décennie (37 en 1970, 109 en 1980).

Source : auteur, à partir des données du CCB (ANL) et de la BCL.

Le réseau Syndicat Européen d'Études et de Financement (Eurosyndicat)⁴⁹, créé en juillet 1958, réunit dès l'origine sept banques fondatrices. Nous recensons la Banque Lambert et Compagnie d'Outremer pour l'Industrie et la Finance (Belgique), le Crédit Commercial de France et Compagnie Financière (France), le Berliner Handelsgesellschaft (Allemagne), Pierson, Heldring & Pierson (Pays-Bas), et la Banca Commerciale Italiana via Mediobanca (Italie). Sont rejointes dans les années 1960 la Banque Européenne du Luxembourg, N.M. Rothschild & Sons et Hill Samuel à Londres, la Banque Privée à Genève et la Bayerische Staatsbank à Munich, la Banca Provinciale Lombarda (Bergame) remplaçant Mediobanca comme représentante italienne au début des années 1970 (Cala-brese, 2023, p. 102). Le réseau n'était pas d'un *banking club* mais un syndicat spécialisé dans la coordination des fonds d'investissement européens (Eurunion, Finance-Union, Patrimonial, Italunion).

L'attractivité luxembourgeoise ne se réduit pas au cadre bancaire stricto sensu. Elle se construit progressivement autour d'un *écosystème de services connexes* qui amplifie l'effet d'agglomération avec des cabinets d'avocats spécialisés en structuration internationale, des fiduciaires assurant la domiciliation et la gestion administrative des sociétés holding et des fonds, réviseurs d'entreprises, ou encore des conseillers fiscaux. Cette densification de l'environnement professionnel constitue, selon Dörry (2015, 2016), un *écosystème stratégique* dont la valeur tient à l'épaisseur du tissu contractuel et relationnel. Chaque nouvelle catégorie d'acteurs renforce l'utilité de toutes les autres. Ce phénomène d'externalités positives explique pourquoi la place a continué de croître bien après que ses avantages réglementaires initiaux aient été partiellement dilués par les harmonisations européennes.

Nos données, reconstituées à partir des archives du CCB et de la BCL, documentent l'intensification bilancielle. Les contreparties interbancaires passent de 108 millions de francs en 1946 à plus de 214 milliards en 1971 une multiplication par 1 985 et un taux de croissance annuel composé de l'ordre de 36 % (voir figure 4). Leur part dans le total bilanciel passe de 2,4 % à 66,3 % sur la même période. La composante interbancaire devient ainsi structurellement dominante. Le ratio « contreparties interbancaires / dépôts d'épargne », pertinent pour distinguer l'orientation offshore de l'activité bancaire de détail, passe de 0,05 en 1946 à 11,17 en 1971, soit un facteur 220⁵⁰.

49. Les membres du syndicat fondent en outre en 1960 à Bruxelles un bureau d'analyse financière, l'*Eurosyndicat Investment Research Bureau* (EIRB), dont le siège est transféré à Luxembourg en 1968 avec un capital d'un million de francs luxembourgeois.

50. Ce ratio est canonique au sens d'Errico and Musalem Borrero (1999) qui le retiennent comme indicateur de classification des juridictions offshore.

Les dépôts à terme sont multipliés par 240 sur la même période. La figure 4 montre par ailleurs la spécialisation progressive de l'activité. Les contreparties interbancaires, à dimension internationale, deviennent rapidement la composante dominante du bilan, tandis que les dépôts d'épargne domestiques évoluent linéairement. Cette divergence radicale entre dynamique interbancaire (internationale) et dynamique d'épargne (domestique) signe le basculement structurel de la place. La croissance bancaire vient de l'extérieur, non du marché national.

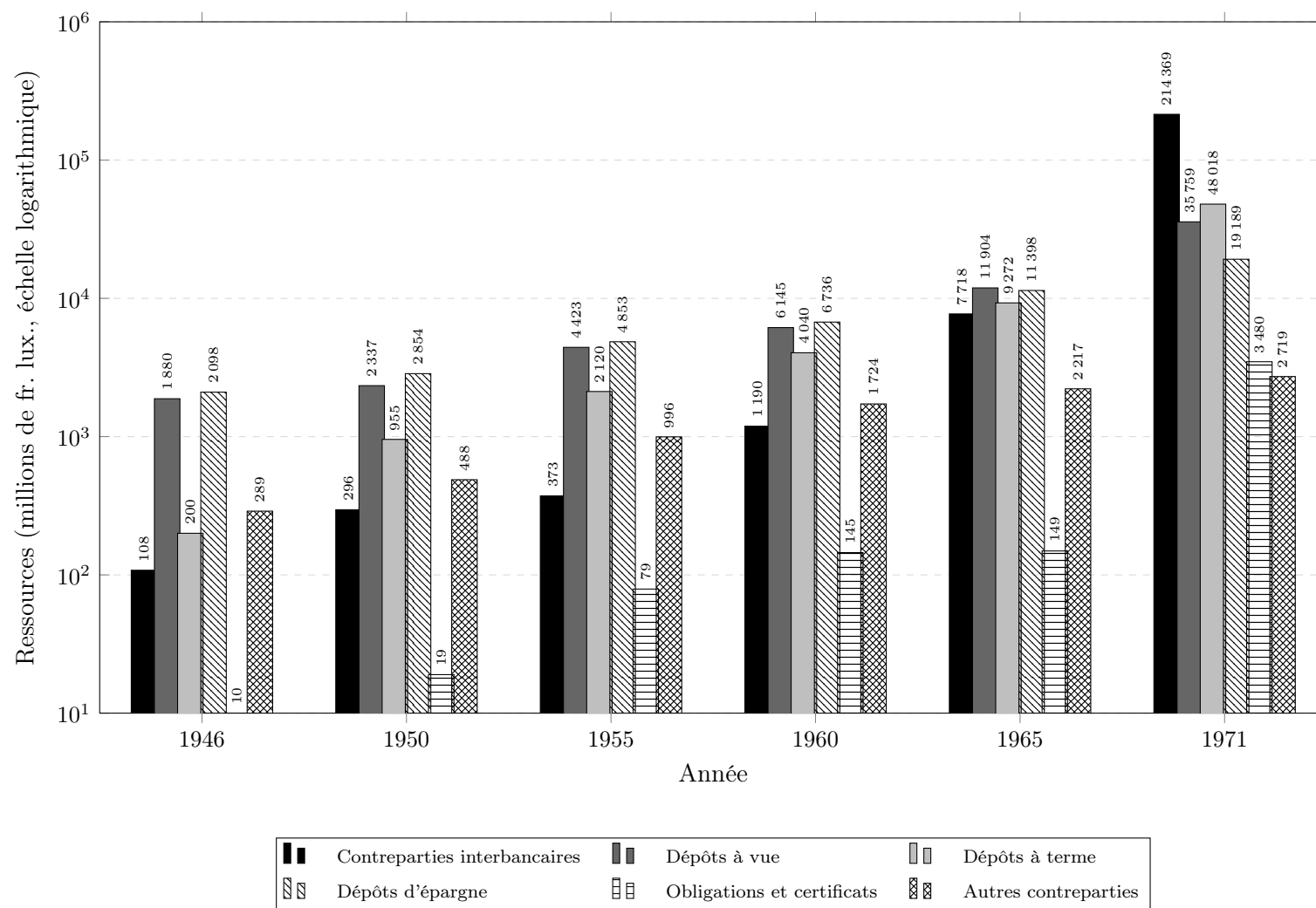


FIGURE 4 – Composition des ressources des institutions de crédit luxembourgeoises (1946-1971), années repères, en millions de francs luxembourgeois.

Note : Échelle logarithmique en ordonnée pour rendre visibles cinq ordres de grandeur. Les valeurs exactes sont affichées au-dessus de chaque barre. Les contreparties interbancaires passent de 108 M fr. en 1946 à 214 369 M fr. en 1971 (multiplication par 1 985), tandis que sa part dans le total bilanciel passe de 2,4 % à 66,3 %. Les dépôts d'épargne domestiques sont multipliés par 9,15 seulement sur la même période. Cette divergence signe le basculement de la place vers une orientation offshore. Source : auteur, à partir des données de la BCL (archives), "Principal resources of Luxembourg credit institutions", 1971.

L’ascension se manifeste également sur le plan organisationnel. Entre 1961 et 1970, les effectifs employés dans le secteur bancaire passent de 1 426 à 3 706 personnes, soit un quasi-triplement en une décennie (voir tableau 2). Cette densification matérielle atteste qu’il ne s’agit pas seulement d’une expansion comptable, mais de l’installation effective d’une main-d’œuvre spécialisée dans le tissu urbain luxembourgeois.

TABLE 2 – Évolution du secteur bancaire (1961-1970)

Année	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Banques (nombre)	17	17	18	19	20	23	26	26	32	38
Employés (nombre)	1 426	1 560	1 709	1 876	2 073	2 223	2 386	2 615	3 187	3 706

Source : auteur, à partir des données du gouvernement du Grand-Duché de Luxembourg, *Place financière et institutions bancaires*, 1971.

Composition par origine nationale (1970-2024)

À partir de 1970, la nomenclature du CCB et de la BCL permet de désagréger précisément la composition de la place bancaire par origine nationale (figure 5). Trois enseignements structurants se dégagent. Premièrement, la composante *Belgique/Luxembourg* reste relativement stable jusqu’au milieu des années 1980 (12-14 banques), connaît une expansion entre 1989 et 1998 (jusqu’à 29 banques), puis se contracte à partir des années 2000, avec une chute marquée en 2015⁵¹. La désagrégation introduite à partir de 2003 confirme la domination structurelle des filiales belges sur cette composante (15 banques à maison-mère belge contre 5 à contrôle luxembourgeois en 2003). Deuxièmement, l’expansion la plus spectaculaire est portée par la composante allemande, qui passe de 3 banques en 1970 à 72 en 1995, soit une multiplication par 24 en vingt-cinq ans, sous l’effet de l’arbitrage réglementaire *Bardepot* décrit *supra*⁵². Troisièmement, l’émergence chinoise post-2010 est remarquable. Si la Bank of China est présente dès 1979, la décennie 2010 voit l’installation simultanée des autres grandes banques chinoises (ICBC en 2011, China Construction Bank en 2013, Bank of Communications en 2019), faisant du Luxembourg en 2024 la cinquième nationalité bancaire de la place avec 15 établissements.

51. La rupture de la composante « Luxembourg » de 10 banques en 2014 à 0 banque en 2015 résulte d’un changement méthodologique de la source qui adopte alors une définition stricte du contrôle capitalistique luxembourgeois. Sont exclues à partir de 2015 les banques publiques (BCEE) reclassées hors catégorie commerciale, la Caisse centrale Raiffeisen (1926), banque coopérative, et les banques sous contrôle ultime étranger même domiciliées au Luxembourg, notamment la BIL passée sous contrôle Precision Capital qatari en 2011/2012 puis Legend Holdings chinois en 2018, et la Banque de Luxembourg passée sous contrôle CIC français en 2001.

52. La première phase de contraction observable dès 2008 peut se comprendre, en plus de la crise internationale, au regard de la restructuration du système bancaire allemand (restructurations forcées des *Landesbanken* dont les filiales luxembourgeoises). Par la suite, l’harmonisation prudentielle européenne (directive CRD IV) et l’extinction du secret bancaire pour les non-résidents ont érodé le différentiel réglementaire qui avait motivé l’implantation initiale.

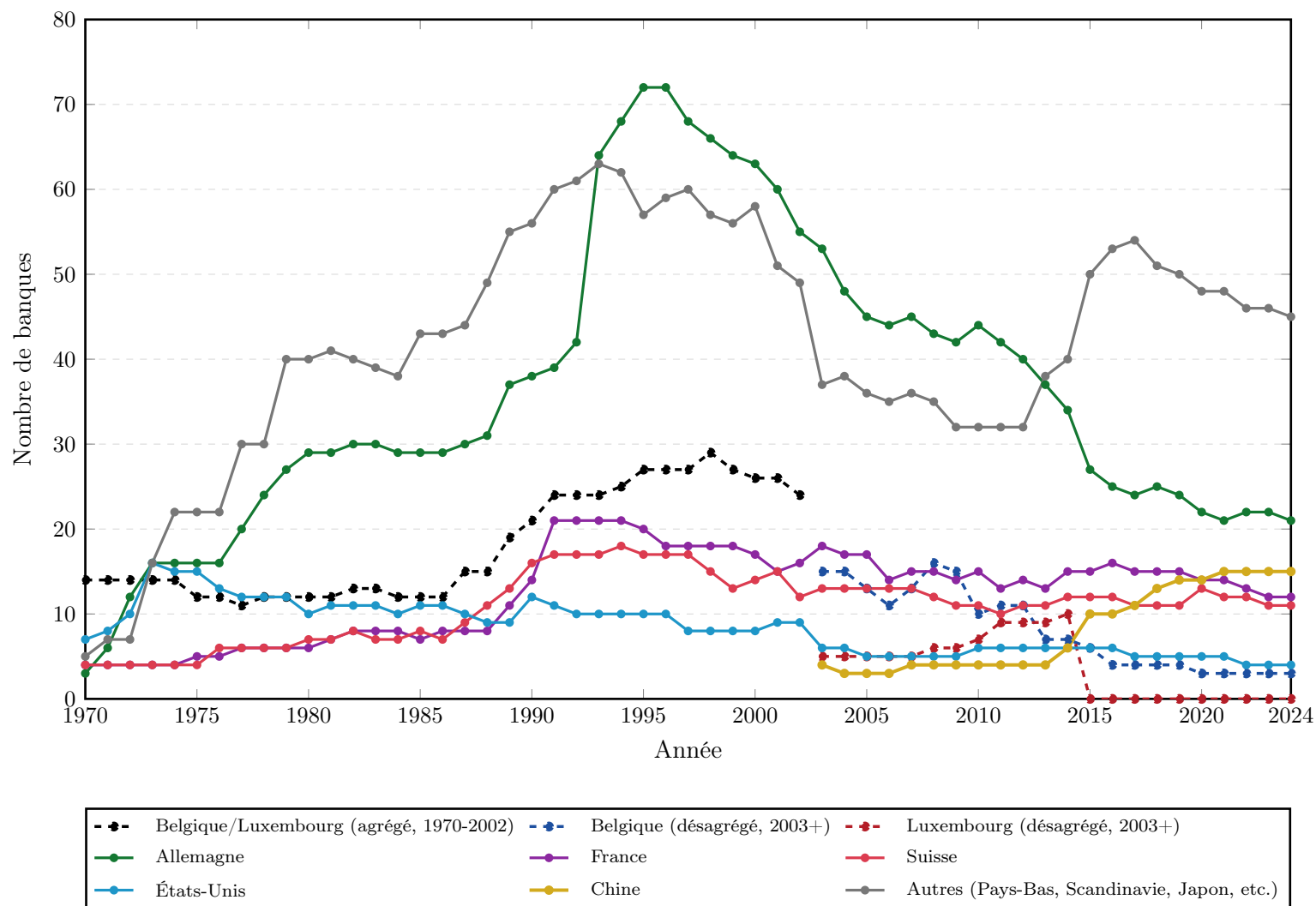


FIGURE 5 – Composition par origine nationale des banques au Luxembourg, 1970-2024.

Note : La catégorie *Belgique/Luxembourg* est agrégée par la source jusqu'en 2002, puis désagrégée en deux composantes à partir de 2003. Banques à maison-mère belge (bleue) et banques à contrôle ultime luxembourgeois (rouge). La rupture de la composante luxembourgeoise en 2015 résulte d'un changement méthodologique de la source qui adopte alors une définition stricte du contrôle capitalistique luxembourgeois, excluant les banques publiques, coopératives et les banques sous contrôle étranger même domiciliées au Luxembourg. La catégorie *Autres* regroupe les nationalités non représentées individuellement (Pays-Bas, pays scandinaves, Japon, Moyen-Orient, Canada, etc.). *Source* : auteur, à partir des données du CCB (ANL) et de la BCL.

L'angle mort réglementaire des grandes places

La condition de possibilité de cet offshore bancaire ne se trouve pas seulement dans les avantages luxembourgeois mais dans la non-régulation pratiquée par les grandes places. Comme l'a montré Rozados (2020), les Euromarchés ne sont pas un *hors-droit* spontané mais le produit de partages réglementaires consentis entre acteurs publics et privés. Le cas français est emblématique. A partir des années 1960, la Banque de France met en place le dispositif comptable de la *position globale de change* qui opère une distinction entre ce qui relève du territoire financier français et ce qui se situe hors des frontières comptables (Rozados, 2020, chapitre 3). Ce dispositif exclut explicitement les opérations entre non-résidents en eurodevises de la souveraineté réglementaire française, tandis que l'emprise sur les transactions des résidents en francs se trouve renforcée. Cette zone de tolérance active des banques centrales, coordonnée à Bâle autour de la Banque des Règlements Internationaux dès les années 1960, rend possible également le conduit luxembourgeois. Ce dernier ne prospère pas contre les grandes places, mais dans l'angle mort de ces dernières.

Le régime luxembourgeois autorise une politique de provisionnement bancaire particulièrement permissive. Selon (Trausch, 1994, page 237), les provisions forfaitaires y permettent une franchise d'impôts large pour les créances douteuses. Les banques peuvent déduire une certaine somme de leur bénéfice en franchise d'impôts. De cette façon l'administration réduit considérablement les impôts à payer dans l'immédiat. Ce dispositif est mobilisé lors de la crise latino-américaine des années 1980 et de la transition est-européenne des années 1990. Les filiales allemandes au Luxembourg ont pionnier le marché secondaire des titres brésiliens en exploitant ces exonérations pour couvrir la dévalorisation de leurs créances.

Les données IML chiffrent le phénomène. 56,5% du résultat brut des banques luxembourgeoises est consommé en provisions en 1983 (Trausch, 1994). Le Grand-Duché fonctionne ainsi comme une chambre de compensation fiscale pour les chocs financiers européens. Un schéma reproduit en 1992 avec la 3^e vague allemande (post-réunification) pour les créances sur les pays de l'Est. L'auteur livre l'aveu décisif que la générosité luxembourgeoise aurait dissuadé certaines banques de créer des filiales dans des centres offshore explicites, révélant le caractère *offshore* du Grand-Duché (ibid.).

Vers les euromarchés : la densification du réseau de banques étrangères

La dynamique d'expansion bancaire luxembourgeoise est portée presque exclusivement par les banques étrangères, dont la croissance dépasse largement celle de la composante domestique ou belgo-luxembourgeoise dès le tournant des années 1970 (figure 5). De 23 établissements étrangers en 1970, le réseau s'épaissit jusqu'à 194 banques en 1995 soit une multiplication par 8,4 en vingt-cinq ans. Cette densification organisationnelle ne traduit pas seulement une attractivité fiscale ou réglementaire ; elle prépare matériellement le déploiement des euromarchés au Luxembourg. L'épaisseur du réseau bancaire international constitue en effet le préalable infrastructurel à la circulation massive de titres en eurodevises. Sans une masse critique d'établissements interconnectés capables d'arranger des syndications, de tenir des positions de marché et d'assurer le règlement-livraison transfrontalier, l'expansion obligataire des euromarchés serait demeurée confinée aux places financières historiques (Londres, Zurich, New York). Le retournement de la courbe à partir de 1995 ne signe pas un déclin de la place mais sa restructuration. La consolidation du secteur bancaire international (fusions paneuropéennes, rachats transfrontaliers, optimisation post-crise 2008) réduit le nombre d'entités juridiques sans diminuer la masse bilancielle gérée. C'est précisément cette infrastructure de banques étrangères, mise en place entre 1960 et 1990, qui permet l'éclosion des euromarchés que nous étudions à la section suivante.

CEDEL et la consolidation du nœud technique de l'offshore

La création de Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières (CEDEL) en 1970, opérationnelle dès 1971, par un consortium de 66 institutions financières de 11 pays, transforme l'avantage comparatif du pays en lui fournissant le circuit de règlement-livraison indispensable à la circulation des titres et à leur traitement post-marché⁵³. Cette infrastructure produit un effet de verrouillage (*lock-in*) où une fois intégrée au fonctionnement quotidien des banques mondiales, les coûts de sortie de la juridiction deviennent prohibitifs, stabilisant la place à long terme.

53. Un mémorandum interne de la Banque Internationale de Luxembourg, rédigé dans les années 1970 par Edmond Israel, directeur général de la BIL (1973-1989), président fondateur du conseil d'administration de CEDEL (1970-1990) et président du conseil d'administration de la Bourse de Luxembourg (1989-1996) [(Israel, 2006), atteste que la Bourse de Luxembourg, initialement conçue en 1929 comme guichet international, a pu proposer au cours des années 1960 des procédures d'enregistrement accélérées, une neutralité fiscale, et des services bancaires complets (*custodian, paying agent, underwriting*) (ANL, box fin-07297).

Avec cette infrastructure, la place financière luxembourgeoise réduit les coûts et les risques inhérents au dénouement des transactions-titres dans le marché des euro-obligations. Bien que devancée en volume par son concurrent bruxellois Euroclear créé 2 ans plus tôt, CEDEL connaît une trajectoire de croissance fulgurante entre 1972 et 1980, multipliant son *turnover* annuel par près de dix (de 8,5 à 80,2 milliards de dollars, voir table 3).

TABLE 3 – Évolution des infrastructures de règlement-livraison (Cedel et Euro-clear), 1972–1980

Cedel	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Nombre d'adhérents	414	545	605	692	766	847	938	990	1028
Émissions admises	1094	1238	1326	1610	2004	2410	2741	3207	3528
Dépôts (\$ Mds)	3,6	5,6	6,6	7,9	11,9	16,4	19,5	23,0	27,1
Turnover annuel (\$ Mds)	8,517	10,211	8,1	14,2	29,7	38,5	39,7	54,7	80,2
Euro-clear	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Nombre d'adhérents	423	501	520	566	653	770	856	974	1056
Émissions admises	–	–	1947	2570	3244	3969	4747	5450	5738
Dépôts (\$ Mds)	–	–	–	5,7	10,7	18,6	21,6	29,6	41,7
Turnover annuel (\$ Mds)	11,5	11,1	8,2	14,3	37,0	64,1	78,1	99,1	152,4

Source : auteur, à partir des données des Archives nationales de Luxembourg (fin-07296) et d'Ivan Bolusset, *Euromoney*, janvier 1981.

Le circuit des euromarchés ne suppose pas que les devises quittent physiquement leur pays d'origine. Les banques opèrent via des *comptes miroirs*, tandis que les autorités isolent les transactions internationales du marché domestique par des outils comme la position globale de change. L'offshore apparaît ainsi, non comme un espace géographique distinct, mais comme une construction comptable et juridique.

Le secret bancaire de 1981

La consécration légale du secret bancaire en 1981 parachève l'édifice de l'offshore bancaire luxembourgeois (loi du 23 avril 1981). En ajoutant à l'attractivité de la place un dispositif explicite de protection de la confidentialité, la loi consolide l'image du Luxembourg comme place discrète, compétente et stable. Elle ne crée pas *ex nihilo* un nouveau régime mais inscrit dans la loi une pratique professionnelle déjà largement établie. Ce dispositif constituera pendant trois décennies le pivot attractif du *private banking* luxembourgeois, avant d'être progressivement démantelé sous la pression des standards internationaux de transparence.

Sa première trace remonte à l’arrêté grand-ducal du 10 juin 1901 portant règlement pour la Caisse d’Épargne, qui prévoyait déjà l’obligation au secret par référence à l’article 458 du Code pénal (héritage napoléonien) (Hoffmann and Veranneman, 2020). Le dispositif se précise et se généralise par couches successives. L’article 16 de la loi du 23 avril 1981 sur l’accès à l’activité d’établissement de crédit codifie le secret pour l’ensemble du secteur bancaire ; la loi du 20 mai 1983 sur la création IML qui reçoit les données, soumise au secret professionnel ; le règlement grand-ducal du 24 mars 1989 institue trois interdictions cumulatives verrouillant l’accès du fisc aux données bancaires (renseignements individuels, catégoriels et illicites) ; enfin, l’article 41 de la loi du 5 avril 1993 sur le secteur financier (LSF) parachève le dispositif en « *plaçant expressément le banquier dans le champ de l’application de l’art. 458 du Code Pénal, parmi les confidents nécessaires* » (Gillen, 2019).

L’apport théorique décisif de la doctrine luxembourgeoise est sa requalification en droit fondamental. Le secret bancaire constitue une garantie protégée par l’article 8 de la Convention européenne des Droits de l’Homme (Gillen, 2019). Cette construction discursive opère une transformation symbolique majeure. Le dispositif d’opacité fiscale est requalifié en *garantie de la vie privée*, et sa défense ne relève plus de l’intérêt des contribuables fortunés mais de la *protection des droits fondamentaux*. Cette qualification est doublement performative. D’une part, elle inscrit d’une part le dispositif national dans une hiérarchie supérieure qui le protège contre les démantèlements nationaux. D’autre part, elle exporte politiquement sa défense en retournant le stigmate offshore contre les critiques internationales. Et elle dote le dispositif d’une portée extraterritoriale⁵⁴.

5 Les euromarchés

À la fin des années 1950, alors que les activités bancaires restent fortement encadrées par les États, les besoins de financement liés à la reconstruction et à l’expansion internationale des entreprises explosent. Le Luxembourg tire parti de son absence de contrôle des changes pour devenir un pivot de la finance extraterritoriale. Le moment décisif survient le 17 juillet 1963 avec la première euro-obligation moderne, un emprunt de 15 millions de dollars pour l’opérateur autoroutier italien *Autostrade per l’Italia* (“*Concessioni e Costruzioni Autostrade*”), orchestré par S.G. Warburg à Londres au taux de 5,5%, (1963-1978).

54. Position défendue par le gouvernement luxembourgeois dans l’affaire *Der Weduwe* (CJUE C-153/00) où la violation du secret est punissable « *peu importe à quel endroit dans le monde la révélation se produit* » (Hoffmann and Veranneman, 2020, p. 209)

Du côté luxembourgeois, l'opération mobilise un cercle restreint de praticiens, parmi lesquels Edmond Israel, à la BIL, est chargé des négociations sur les fonctions administratives de la cotation⁵⁵. Sa propre trajectoire à la BIL, chef de département, manager, directeur général, membre du comité exécutif, s'étale, selon son témoignage, sur dix à quinze ans après 1963 ; il ne deviendra Chairman de la Bourse de Luxembourg qu'en 1989⁵⁶.

La Bourse de Luxembourg offre en effet un faisceau d'avantages sans équivalent en Europe à cette époque. Nous avons notamment relevé les mentions d'une bureaucratie minimale, l'absence de retenue à la source sur les coupons d'intérêts des parts d'obligations, ou encore un taux modéré des courtage et une procédure d'admission à la cote sans prospectus, décrite par Dörry (2016) comme "plus rapide que celle du *London Stock Exchange*". La facilité d'accès direct aux autorités contraste également avec des procédures plus longues pour les grands pays.

À ces atouts s'ajoute l'exonération du droit de timbre pour les titres étrangers héritée du cadre législatif de 1927-1928 (ANL, CdD-2326), l'usage des holdings du Luxembourg comme véhicules d'émission, et la cession au porteur garantissant l'anonymat.⁵⁷. L'adoption de l'*Interest Equalization Tax* américaine la même année, destinée à freiner les sorties de capitaux, renforce cette fonction en faisant de la place un point d'ancrage pour des émissions échappant aux contraintes nationales. Libellées en *eurodollars*, dollars états-uniens déposés dans des banques européennes hors juridiction de la Réserve fédérale et placés à l'abri de la *Regulation Q*, ces émissions s'appuient sur un marché monétaire offshore apparu à Londres en 1957-1958, qui croît exponentiellement à partir de 1963 et constitue le socle de liquidité des euromarchés⁵⁸. Le témoignage de Jean Krier, alors président du Conseil d'administration de la Bourse de Luxembourg nous apporte des explications. Il nous apprend que les obligations pouvaient être cotées sans prospectus ; seule était requise la publication d'une notice légale sur l'émetteur et les conditions de l'émission, à publier au *Recueil spécial du Mémorial* deux fois à huit jours d'intervalle »⁵⁹.

55. Israel (2006, p. 74).

56. Israel (2006, p. 74 et p. 155). Cette précision invite à corriger l'attribution rétrospective parfois faite à Israel d'une position de direction générale dès 1963 ; voir notamment Dörry (2016, p. 28-29), qui le présente comme « CEO at BIL » à la cotation Autostrade.

57. Ogle (2017) rappelle que le premier Eurobond est signé à l'aéroport de Schiphol pour éviter le *stamp tax* britannique, et que ses coupons, payables au Luxembourg, permettent également d'éviter l'impôt britannique sur le revenu.

58. Sur l'origine du marché des eurodollars à Londres, voir Schenk (1998)

59. Entretien à Jean Krier, *Le mensuel d'AGEFI Luxembourg*, septembre 2003, cité par Calabrese (2023, note 548, p. 185).

La position du Luxembourg comme conduit pour les Euromarchés ne se construit pas sans contestation interne. Albert Dondelinger, alors commissaire au contrôle des banques du Luxembourg, publie en mars 1971 dans *Euromoney* un article intitulé *The Case for Regulation* (Rozados, 2020), témoignant de l'autoréflexion régulatoire des autorités luxembourgeoises au moment même où la place s'affirme comme juridiction permissive pour les eurodevises. La table 4 met en évidence la domination des obligations internationales dans la cote luxembourgeoise qui en résulte.

TABLE 4 – Structure de la cote officielle de la Bourse de Luxembourg (1959 vs 1971)

Catégorie de valeurs	1959	1971
<i>Emprunts (obligations, prêts)</i>		
Luxembourg (État)	28	26
Garantis par l'État	3	4
Autorités locales	6	6
Sociétés luxembourgeoises	9	9
Sociétés étrangères	9	8
Institutions internationales	28	38
Emprunts internationaux	221	334
Emprunts convertibles	103	127
Total emprunts	407	552
<i>Actions et certificats de participation</i>		
Luxembourg	23	24
Autres pays	36	51
Total actions	59	75
<i>Fonds d'investissement</i>		
Luxembourg	54	60
Autres pays	36	30
Total fonds	90	90
Ensemble	556	717

Source : auteur, à partir des données de la Bourse de Luxembourg, *Rapport annuel 1971*.

Lecture : la part des obligations internationales (75 %) traduit la spécialisation de la place à cette période.

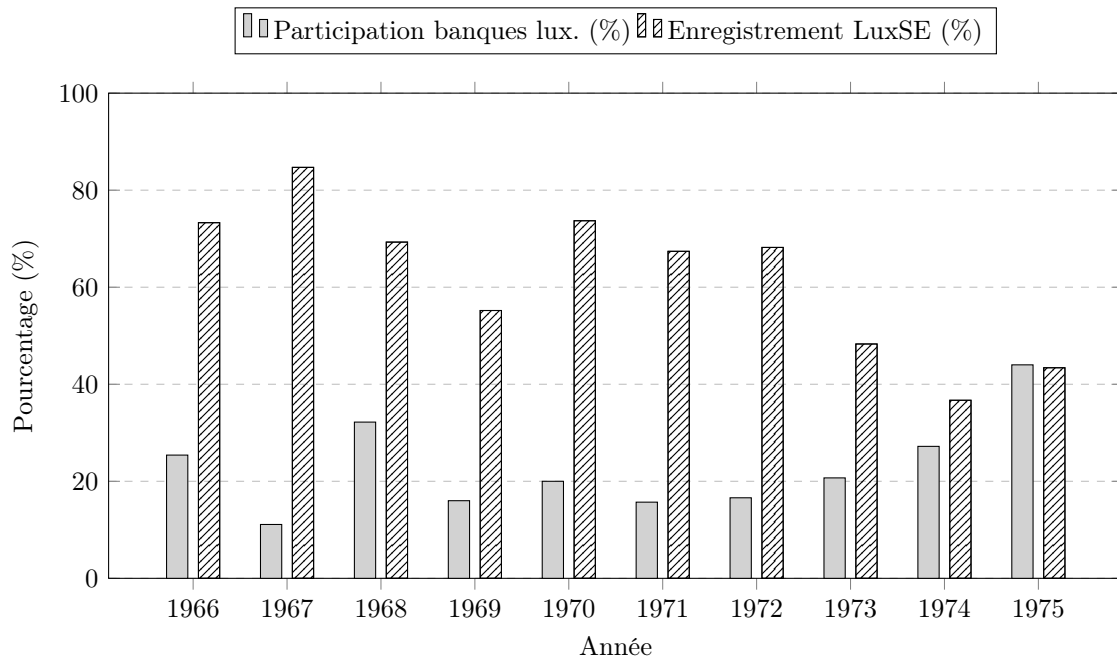
Le partage fonctionnel : Londres fabrique la liquidité, Luxembourg fournit la domiciliation légale

Le développement des euromarchés consacre une division internationale du travail financier que nos données permettent de quantifier. Londres demeure l'atelier de la liquidité avec la syndication des émissions, la fabrication des produits, l'organisation de leur distribution.

Luxembourg fournit l'entrepôt juridique avec la cotation à la LuxSE, les services d'agent payeur, ou encore les opérations de conformité. Entre 1966 et 1975, le pays assure l'enregistrement de 37 à 85 % des euro-obligations émises en Europe, avec un pic de 85 % en 1967, alors que la participation de ses banques aux syndicats d'émission reste minoritaire (voir figure 6).

Ce découplage entre fonction d'enregistrement et fonction d'émission illustre la nature spécifique du conduit luxembourgeois qui ne fabrique pas le capital mais en valide la circulation.

FIGURE 6 – Part des banques luxembourgeoises dans les syndicats d'émission d'euro-obligations et part des euro-obligations cotées à Luxembourg (1966-1975, en %).



Source : auteur à partir des données de la Fédération bancaire de la CEE.

Ce partage fonctionnel s'accompagne de la structuration progressive d'un écosystème professionnel transnational. La fondation de l'*Association of International Bond Dealers* (AIBD) en 1969 marque la naissance d'un nouveau groupe professionnel structuré autour des Eurobonds (Rozados, 2020). L'AIBD et CEDEL fonctionnent comme des institutions complémentaires où l'une règle les pratiques professionnelles, et l'autre fournit le règlement-livraison. Le Luxembourg, à l'époque de l'AIBD, demeure une *juridiction de prédilection* des banquiers européens, *qui se montre coulant d'un point de vue réglementaire et fiscal* (ibid.). Cette caractérisation externe converge avec le constat archivistique luxembourgeois.

La naissance de l'industrie des fonds

C'est dans ce contexte que les fondements de l'industrie des fonds se mettent en place. Dès 1968, banquiers et avocats imaginent (formalisé par la circulaire CCB n° VM/15 du 28 janvier 1969) le mécanisme de la *société de rachat*, qui permet de contourner l'interdiction faite aux sociétés anonymes de racheter leurs propres actions (Calabrese, 2023, p. 125, note 395). Ce montage rend liquides des structures juridiques qui ne l'étaient pas initialement et permet à des fonds fermés de fonctionner comme des fonds ouverts sans modification immédiate de la loi. L'industrie luxembourgeoise des fonds naît ainsi d'un détournement créatif du régime holding de 1929. Les cabinets d'avocats structurent des véhicules en réinterprétant les formes juridiques existantes. Le contenant légal est préservé mais sa fonction est transformée, ouvrant des usages que ses concepteurs n'avaient pas nécessairement anticipés. La Bourse fonctionne comme guichet de reconnaissance réglementaire pendant que les banques locales, principalement BIL et BGL, rejointes par KBL, assurent les fonctions d'agent payeur, de *listing sponsor* et de dépositaire.

L'expansion rapide de la place s'accompagne toutefois de crises de confiance. La plus grave est celle provoquée par l'effondrement d'*Investors Overseas Services* (IOS)⁶⁰.

La réponse luxembourgeoise, l'arrêté grand-ducal de 1972 (80/29), rédigé avec le concours du cabinet Elvinger & Hoss (*ibid.*), introduit pour la première fois la notion légale de fonds d'investissement et accorde un pouvoir discrétionnaire de surveillance au CCB mais en codifiant simultanément les thèses doctrinales de Bernard Delvaux des années 1950 sur l'extension du régime fiscal des holdings aux fonds ouverts. Comme l'a montré (Majerus, 2020; Majerus and Zenner, 2020), l'arrêté constitue ainsi une figure typique de « régulation pour ne rien changer » qui restaure la confiance sans altérer la souplesse qui constitue l'attractivité fondamentale de la juridiction.

Sur cette période, les données officielles (LuxSE (1967-1973)/CCB (1974-1975)) éclairent la trajectoire pic puis chute du secteur. Le Grand-Duché compte 25 véhicules en 1967 (16 fonds ouverts et 9 fonds fermés, soit 22,7 mds LUF nominaux au total). Porté par la *société de rachat* et la bulle IOS, le secteur atteint son pic à 102 fonds en 1970 et un capital agrégé d'environ 195 milliards de LUF constants 1980 en 1969 et 1972, avant que le krach IOS, la stagflation et le choc pétrolier ne le ramènent à 71 véhicules pour 95 milliards de LUF constants en 1978.

60. Calabrese (2023) consacre un chapitre entier à cet épisode, montrant que la filiale luxembourgeoise I.I.T. (International Investment Trust), principal fonds d'IOS coté à la Bourse de Luxembourg depuis 1961, avait atteint une taille considérable.

6 La gestion d'actifs

Au début des années 1980, le modèle luxembourgeois fondé sur les euromarchés atteint ses limites. Le défaut de paiement du Mexique en 1982 ouvre une décennie de défauts souverains latino-américains qui frappe durement le marché des eurocrédits, affectant directement les banques luxembourgeoises engagées dans la syndication. Pour éviter une panique sur les dépôts, le gouvernement luxembourgeois va jusqu'à se porter caution de plusieurs grandes banques de la place (Franz, 2005).

Face au déclin concomitant de la sidérurgie nationale (crise de l'ARBED), la place financière opère une bifurcation. Elle s'intègre pleinement à la construction européenne tout en préservant une zone extraterritoriale pour les capitaux internationaux. Cette phase produit la mutation la plus structurante de la trajectoire luxembourgeoise à savoir le passage d'une plateforme bancaire et obligataire à un centre de gestion d'actifs transfrontalier. Cette transformation emprunte les deux voies complémentaires que sont la domiciliation de fonds réglementés, qui fait la notoriété internationale de la place, et la sophistication de véhicules non réglementés, qui lui permet de capter la gouvernance du capital alternatif mondial. Dans les deux cas, l'avantage comparatif luxembourgeois s'articule autour de l'exploitation systématique des directives européennes et du marché unique, et d'une réactivité inégalée face à l'innovation financière.

La transposition proactive des directives européennes pour les fonds réglementés

La révolution UCITS de 1988

La loi du 30 mars 1988 transposant la directive 85/611/CEE sur les OPCVM (UCITS) marque une couche institutionnelle décisive. En étant le premier État à intégrer cette directive dans sa législation, le Luxembourg a bénéficié d'un *avantage du premier entrant*. La loi institue une neutralité fiscale radicale. Les fonds sont exemptés de tout impôt direct, hormis un droit d'enregistrement fixe de 50 000 francs (Art. 106) et une taxe d'abonnement annuelle de 0,06 % assise sur la totalité des avoirs nets (Art. 108)⁶¹.

61. La distinction revêt une importance juridique. Contrairement au *droit d'apport* (applicable aux augmentations de capital social), un *droit d'enregistrement* forfaitaire s'avère compatible avec les FCP qui, en tant que masse indivise de titres, ne représentent pas un transfert vers une société, ce qui les soustrait conceptuellement à l'assiette des taxes proportionnelles sur la formation du capital social. Le législateur substitue à ces taxes un dispositif forfaitaire adapté à la nature contractuelle du véhicule.

L'avantage de premier entrant doit cependant être nuancé à un double titre. En amont, la loi de 1988 prolonge en réalité l'architecture déjà posée par la loi OPC du 25 août 1983, qui avait fixé la taxe d'abonnement à 0,06 % (Art. 65) et la contribution unique de 50 000 francs (Art. 63). La transposition UCITS de 1988 se contente de reconduire ce cadre fiscal sous le régime du passeport européen. Aussi, la France avait adopté dix ans plus tôt la loi Monory du 13 juillet 1978 (loi n° 78-741) sur l'*orientation de l'épargne vers le financement des entreprises*, complétée par la loi du 3 janvier 1979 réformant les SICAV et celle du 13 juillet 1979 instituant les FCP.

La différence structurelle entre les deux régimes est cependant notable. La loi Monory est un dispositif fiscal domestique conçu pour réorienter l'épargne des résidents français vers le financement des entreprises françaises dans un cadre strictement national. UCITS, à la différence, institue un *passeport transfrontalier* permettant à un fonds domicilié dans un État membre d'être commercialisé dans tous les autres. L'antériorité française porte donc sur la fiscalité de l'épargne, non sur l'architecture du marché unique des fonds. C'est précisément sur cette dernière dimension que le Luxembourg a joué, et continue de jouer, un rôle pivot.

Au-delà de cette généalogie, la véritable nouveauté de 1988 est conceptuelle. Le droit luxembourgeois consacre la logique du *patrimoine d'affectation* avec une séparation stricte entre la société de gestion, la banque dépositaire et le fonds, dont les actifs demeurent protégés en cas de faillite de l'un des intervenants. Cette architecture réduit de facto l'asymétrie d'information pour les investisseurs internationaux. Le label UCITS-Luxembourg devient alors un signal de confiance qui génère des effets de réseau massifs, rendant le coût de sortie de la juridiction prohibitif pour les gestionnaires internationaux (*lock-in*). Le nombre de fonds domiciliés passe de 97 en 1975 à 525 en 1988, puis dépasse 1 700 en 2000 (Archives BIL/CCB).

UCITS III (2002), UCITS IV (2010) et la consolidation du marché unique

UCITS III (directives 2001/107/CE et 2001/108/CE, transposées par la loi du 20 décembre 2002) constitue un tournant à double titre. D'une part, la directive *produit* (2001/108) étend la gamme des actifs éligibles aux instruments dérivés, aux instruments du marché monétaire et aux fonds de fonds, permettant la construction de stratégies plus complexes au sein du cadre réglementé. D'autre part, la directive *gestion* (2001/107) introduit le passeport de la société de gestion permettant à une société agréée d'un État membre d'administrer des fonds domiciliés dans un autre.

Pour le Luxembourg, cette disposition permet à des gestionnaires londoniens, pari-

siens ou francfortois de domicilier leurs fonds au Grand-Duché tout en les gérant depuis leur pays d'origine, consolidant la fonction de plateforme de domiciliation transfrontalière.

UCITS IV (directive 2009/65/CE, transposée par la loi du 17 décembre 2010⁶² qui abroge et remplace la loi de 2002) parachève cette logique. Le passeport de la société de gestion devient pleinement opérationnel, les procédures de notification pour la distribution transfrontalière sont simplifiées, les structures *master-feeder* sont autorisées, et les fusions transfrontalières de fonds facilitées. Chaque itération approfondit l'avantage acquis en 1988 où plus le cadre UCITS se complexifie, plus le savoir-faire accumulé par les intermédiaires luxembourgeois (banques dépositaires, agents de transfert, cabinets d'audit, avocats spécialisés) renforce l'effet de verrouillage institutionnel.

Cette accumulation produit un effet structurel. Le Luxembourg s'impose comme la principale porte d'entrée des promoteurs non-européens vers le marché unique européen de la gestion d'actifs. Un gestionnaire américain, suisse ou asiatique qui veut commercialiser ses fonds dans l'UE domicilie son véhicule au Luxembourg, qui devient ainsi le passage obligé du capital extra-européen vers l'épargne continentale. Cette fonction d'interface (importation du capital géré hors UE et de distribution de ce dernier dans l'UE sous label UCITS) explique la résilience de la place qui ne dépend ni des promoteurs locaux (limités) ni de l'épargne luxembourgeoise (négligeable à l'échelle des encours), mais de sa capacité à canaliser l'industrie mondiale.

Les véhicules réglementés spécialisés : OPC et FIS

La loi OPC du 17 décembre 2010 consolide le régime général des organismes de placement collectif avec une taxe d'abonnement de 0,05 % (taux standard) ou 0,01 % (fonds institutionnels et monétaires). Les Fonds d'investissement spécialisés (FIS, loi du 13 février 2007) ouvrent l'infrastructure luxembourgeoise aux actifs moins liquides et aux horizons d'investissement plus longs (immobilier, infrastructures, *private equity*), en instituant le régime d'*investisseur averti* (seuil minimum de souscription de 125 000 euros par investisseur), en allégeant les contraintes de diversification, et en soumettant les fonds à une taxe d'abonnement réduite de 0,01 %⁶³. Bien que moins contraignant que le régime UCITS, le FIS demeure soumis à l'agrément et à la supervision prudentielle de la CSSF, ce qui le distingue des véhicules non réglementés apparus à partir des années 2010.

62. Mémorial A n°239 du 24 décembre 2010

63. Loi du 13 février 2007 relative aux FIS, Mémorial A n° 13 du 13 février 2007.

Les fonds à compartiments (*umbrella funds*, 2002) introduisent par ailleurs l'étanchéité juridique entre sous-fonds abrités sous une même entité, réduisant le *time-to-market* et générant des économies d'échelle massives pour les promoteurs.

Fonds non réglementés et innovation financière

À partir des années 2000, le Luxembourg développe une seconde ligne de produits caractérisée par l'absence de supervision prudentielle directe et une flexibilité accrue. Dans ces véhicules, la conformité réglementaire est externalisée sur le gestionnaire (AIFM) plutôt que portée par le fonds lui-même. Cette évolution répond à des dynamiques complémentaires d'approfondissement du marché unique européen (qui impose des passeports pour les gestionnaires alternatifs), et de réactivité structurelle de la place luxembourgeoise aux innovations financières.

Les véhicules patrimoniaux et alternatifs : SPF, Soparfi, SICAR, SCSp et FIAR

Fondée sur la loi modifiée du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales, la Soparfi comprend toute société luxembourgeoise bénéficiant du régime mère-filiale, sans couche de supervision spécifique au-delà du droit commun des sociétés et des obligations transverses. Le règlement grand-ducal du 21 décembre 2001 porte à exécution de l'article 166 (LIR) (Mémorial A n° 157 du 27 décembre 2001) et exonère les plus-values de cession des participations qualifiées détenues pendant au moins douze mois à condition que la participation représente au moins 10% du capital ou un prix d'acquisition d'au moins 6 000 000 €. Avec ce règlement, le triptyque SOPARFI comprend l'exonération à l'entrée des dividendes reçus (article 166 LIR), l'exonération à la cession des plus-values (règlement 2001) et l'exonération à la sortie de la retenue à la source (article 147 LIR). Ce règlement facilitera la transition post-H29.

La SPF (loi du 11 mai 2007) est créée pour pallier l'abolition programmée du régime holding de 1929 pour les personnes physiques, à la suite de la décision de la Commission européenne (2006/940/CE) du 19 juillet 2006 qui qualifie le régime H29 d'aide d'État incompatible avec le marché commun⁶⁴. Héritière directe de la *H29*, la SPF n'est soumise ni à l'agrément ni à la supervision de la CSSF, seule l'Administration de l'Enregistrement, des Domaines et de la TVA exerçant un contrôle à des fins fiscales. Soumise à une taxe d'abonnement de 0,25 % plafonnée à 125 000 euros par an (avec un plancher de 1 000 euros/an depuis le 1^{er} janvier 2025⁶⁵), elle transpose dans un cadre eurocompatible la logique patrimoniale inaugurée en 1929, mais restreinte aux personnes physiques et

64. Mémorial A n° 75 du 14 mai 2007, p. 1607

65. Plancher introduit par la loi modificative du 20 décembre 2024.

aux structures patrimoniales familiales (trusts, fondations, holdings familiales).

La SICAR (loi du 15 juin 2004)⁶⁶, dédiée au capital-risque, relève d'un régime fiscal distinct. Assujettie à l'impôt sur les sociétés mais exemptée sur les revenus de participations qualifiées et les plus-values, elle échappe à la logique de la taxe d'abonnement.

La directive AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2011/61/UE du 8 juin 2011), adoptée en réponse à la crise de 2008 et aux engagements du G20 de Pittsburgh contre le *shadow banking*, harmonise au niveau européen la régulation des gestionnaires de fonds alternatifs *hedge funds*, *private equity*, dette privée, immobilier, infrastructures. Là où UCITS régulaient le *produit*, AIFMD régule le *gestionnaire* (l'AIFM), en lui imposant agrément, gouvernance, gestion des risques, dépositaire et reporting, contre l'octroi d'un passeport européen de commercialisation. Le Luxembourg en assure la transposition par la loi du 12 juillet 2013, qui introduit simultanément la SCSp, inspirée des partenariats de *common law* (*limited partnership*) et conçue pour le *private equity* international. Sa principale innovation est l'absence de personnalité juridique et la transparence fiscale, qui en font un véhicule particulièrement attractif pour les fonds alternatifs internationaux. La loi instaure parallèlement un régime fiscal favorable au *carried interest* (Art. 213), qui taxait au quart du taux global ordinaire la rémunération aux surperformances perçue par les gestionnaires établis au Luxembourg avant 2018, et ce pour une durée de dix ans à compter de leur prise de fonctions⁶⁷. À travers ces deux dispositions, le pays capte la gouvernance des structures globales sans exiger que le capital soit physiquement luxembourgeois.

Le FIAR (loi du 23 juillet 2016) parachève ce dispositif en supprimant le contrôle préalable de la CSSF, la conformité étant externalisée sur le gestionnaire agréé (AIFM). Sa taxe d'abonnement est fixée à 0,01 % (Art. 46), sauf lorsque le fonds investit exclusivement en capital-risque au sens de l'article 48, auquel cas il échappe à la taxe d'abonnement et relève de l'Administration des contributions directes⁶⁸.

66. Mémorial A N°95, 22 juin 2004

67. Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, Mémorial A n° 119.

68. Loi du 23 juillet 2016 relative aux fonds d'investissement alternatifs réservés, Mémorial A n° 140 du 28 juillet 2016, p. 2375. Le seuil minimum d'investisseur averti, initialement fixé à 125 000 euros, a été abaissé à 100 000 euros par la loi modificative du 21 juillet 2023.

À travers ces changements institutionnels progressifs, un invariant fiscal persiste. A chaque innovation financière correspond un véhicule *ad hoc* encadré par sa propre loi, mais soumis pour l'essentiel au même outil fiscal. Pour les véhicules de gestion collective, la taxe d'abonnement, dont le taux s'échelonne de 0,01 % (FIS, FIAR) à 0,05 % (OPC standard) et 0,25 % (SPF), avec une exemption totale pour les fonds de pension et les fonds de fonds investis dans des véhicules déjà assujettis, substitue à l'impôt sur le revenu du capital une redevance d'usage assise sur le volume d'actifs. La SICAR constitue une exception notable à cette logique.

L'instrument fiscal se transforme ainsi en rente d'infrastructure prévisible, tant pour l'État (recette stable, indexée sur la croissance des encours) que pour l'investisseur (élimination des frictions fiscales).

Les leviers européens des directives, du marché commun de l'épargne et de l'euro

Le succès de la place luxembourgeoise dans la gestion d'actifs repose d'abord sur une exploitation méthodique de l'architecture juridique européenne. La transposition anticipée des directives UCITS I (1988), III (2002), IV (2010) et V (2016), 90/435/CEE⁶⁹, puis AIFMD (2013), fait du Grand-Duché la juridiction de référence pour l'industrie des fonds transfrontaliers. Cette stratégie de *first mover* permet non seulement de capter les flux initiaux mais aussi de façonner les standards techniques (*master-feeder*, passeport de gestion, compartimentage) qui deviennent ensuite normes de marché.

L'euro constitue le second levier. En adoptant l'euro scriptural dès 1999 et fiduciaire en 2002, le Luxembourg met fin à l'arrimage monétaire au franc belge qui structurait sa politique monétaire depuis 1921, sans pour autant dissoudre l'UEBL. Celle-ci est au contraire renouvelée par la convention du 18 décembre 2002, élargie à de nouveaux domaines de coopération politique et administrative. Le pays adosse désormais son infrastructure financière à la deuxième monnaie de réserve mondiale. Pour la première fois en huit décennies, la Belgique devient statistiquement un pays *étranger* dans les agrégats monétaires, révélant *a posteriori* l'ampleur des excédents financiers luxembourgeois longtemps masqués par l'agrégation UEBL. La création de l'Institut monétaire luxembourgeois (IML) en 1983, transformé en Banque centrale du Luxembourg (BCL) en 1998, dote par ailleurs la place d'une banque centrale autonome, renforçant la crédibilité monétaire nécessaire à l'ancrage de la gestion d'actifs transfrontalière.

69. Directive d'harmonisation au niveau européen du traitement des dividendes intragroupes transfrontaliers qui impose à l'État membre de la société mère de s'abstenir d'imposer les dividendes reçus de sa filiale établie dans un autre État membre, soit par exonération soit par crédit d'impôt.

La réactivité à l'innovation financière La seconde dimension du succès est la

vitesse d'adaptation aux innovations financières. À chaque cycle d'innovation financière correspond un véhicule juridique ad hoc ajouté au cadre existant. Le *private equity* dans les années 2000, la dette privée et les infrastructures dans les années 2010, la finance durable à partir de 2016 avec la création de la Luxembourg Green Exchange (LGX), premier segment boursier mondial dédié aux *green, social and sustainability bonds*, et enfin la tokenisation avec les lois Blockchain I⁷⁰, Blockchain II⁷¹ et Blockchain III⁷² transposant le savoir-faire de codage du capital à l'ère numérique en reconnaissant le *token* comme équivalent fonctionnel du titre dématérialisé. Chaque innovation est absorbée par *layering* préservant les investissements antérieurs des acteurs tout en élargissant la gamme des actifs structurables.

Du secret bancaire à la finance de gestion

Ce repositionnement coïncide avec l'érosion progressive du secret bancaire institué en 1981. Sous la pression des standards de transparence post-11 septembre, du FATCA et de l'OCDE (BEPS), le modèle historique fondé sur la stricte confidentialité s'est progressivement démantelé, symboliquement acté par la loi du 18 décembre 2015⁷³ instituant l'échange automatique d'informations. Le Luxembourg opère alors un déplacement de son centre de gravité. A la finance de dépôt opaque succède une finance de gestion à haute valeur ajoutée axée sur le conseil, la structuration juridique et l'administration patrimoniale complexe.

Le segment alternatif post-AIFMD représente près de 20% des actifs gérés ; le total atteint 5 859 milliards d'euros au pic de fin 2021 avant de refluer à 5 028 milliards fin 2022 ([Commission de Surveillance du Secteur Financier, 2022](#); [Association of the Luxembourg Fund Industry, 2023](#)). L'avantage comparatif ne réside plus dans l'opacité mais dans la capacité à offrir une certitude juridique calibrée (tax rulings, régimes de neutralité fiscale et rapidité de transposition transforment la souveraineté en service d'ingénierie réglementaire personnalisé). Le Luxembourg ne vend plus l'absence d'impôt mais une infrastructure de circulation efficace du capital, prolongeant, sous une forme sophistiquée, la logique inaugurée par la taxe d'abonnement de 1929.

70. Voir Mém. A n°111, mars 2019

71. Mém. A n°43 du 26 janvier 2021

72. Voir Mém. A n° 224, mars 2023

73. Voir Mém. A 244, décembre 2025

7 Conclusion

Au terme de ce travail, la trajectoire luxembourgeoise nous semble livrer une leçon analytique qui dépasse le seul cas d'étude. Loin d'incarner l'exception ou la déviance, le Grand-Duché apparaît comme un condensé empirique des logiques constitutives du capitalisme financiarisé contemporain telles que la fragmentation des souverainetés, la sédimentation lente de dispositifs juridiques, et la conversion silencieuse de la stabilité institutionnelle en ressource compétitive.

L'histoire de la place financière luxembourgeoise révèle un processus de construction institutionnelle incrémentale dont la cohérence ne se dévoile que dans le temps long. Chaque dispositif s'est sédimenté sur les couches précédentes sans les abolir, suivant la logique du *layering* institutionnel théorisé par [Streeck and Thelen \(2005\)](#) où la densité de l'écosystème financier contemporain est l'effet cumulatif de cette stratification.

À partir d'archives inédites, notre contribution a restitué les comparaisons internationales et les projections de recettes qui ont présidé à la conception des lois structurantes de 1927-1929. Le dispositif était ainsi un acte de positionnement dans un marché européen naissant de l'optimisation fiscale, rendu possible par la libre circulation des capitaux propre à l'étalon-or restauré ([Eichengreen, 1992](#)). Elle a également documenté, par des séries statistiques reconstituées, l'intensification du système bancaire luxembourgeois et la densification de l'industrie des fonds, attestant que les fondations du conduit juridique étaient consolidées bien avant l'avènement des euromarchés.

Cette trajectoire s'inscrit dans un mouvement commun à plusieurs micro-États (Suisse, Liechtenstein, Monaco) dès les années 1920, puis Irlande, îles anglo-normandes, juridictions caribéennes à partir des années 1960. Ces derniers ont tous, selon des modalités variées, fait du droit un actif commercialisable auprès du capital international. À partir des années 1990, la libéralisation généralisée des flux de capitaux, codifiée par le *Consensus de Washington* ([Williamson, 1990](#)) étend cette logique à l'échelle globale. Ce qui était dans les années 1920 une stratégie de quelques micro-États en marge de l'orthodoxie monétaire est, soixante ans plus tard, érigé en principe directeur par les institutions internationales. Le modèle luxembourgeois apparaît rétrospectivement moins comme un cas exotique que comme le laboratoire avancé d'un phénomène désormais généralisé d'utilisation transformative de la souveraineté en actif stratégique dans les chaînes financières internationales ([Lemoine and Vauchez, 2024](#)).

La chronique se referme sur une interrogation théorique. Les séquences législatives Blockchain I à IV (2019-2024), MiCA et DLT Pilot Regime (2023) témoignent d’une réaction du Grand-Duché aux logiques du droit programmable. L’intelligence artificielle générative appliquée au droit menace néanmoins de rendre reproductibles, à coût faible, les montages juridiques sophistiqués sur lesquels repose la rente différentielle de la place. La *trustless finance* prétend se passer de la garantie souveraine, composante centrale de l’infrastructure *performative* et *hiérarchique* du modèle luxembourgeois (Aglietta and Orléan, 1998). Les lois Blockchain prolongent-elles le *layering* qui a fait la robustesse du modèle, ou en marquent-elles la *conversion* progressive (Thelen, 2009) dont les implications ne se révéleront qu’au fil des décennies ?

Cette conclusion dégage plusieurs enseignements théoriques de ce travail, articulés autour du même geste analytique de substituer à la lecture binaire *onshore/offshore* celle d’une stratification institutionnelle au service du capital.

La souveraineté fragmentée comme arrangement institutionnel productif

Notre étude documente empiriquement ce que Palan (2006) théorisait sous le nom de souveraineté modulaire c’est-à-dire la possibilité, pour un État, de céder certaines prérogatives (la monnaie, les changes) afin d’en exercer d’autres avec une intensité accrue (la fiscalité, le droit des sociétés, la supervision bancaire). Nous proposons d’en préciser la dynamique sous le terme de *souveraineté fragmentée*, en soulignant que cette cession ne constitue pas un manque ou une perte, mais un *arrangement institutionnel* productif au sein d’un mode de régulation financiarisé. L’extraterritorialité financière, dès lors, trouve l’expression d’un droit préférentiel à destination des investisseurs internationaux.

Le miroir de cette fragmentation est ce que nous avons appelé la *neutralité tridimensionnelle* (politique, géopolitique, monétaire). Là où la littérature sur les paradis fiscaux insiste volontiers sur l’opportunisme normatif, notre matériau archivistique révèle l’inverse. C’est précisément la continuité partisane, juridique et diplomatique qui constitue la ressource compétitive la plus rare de la place. Dans un capitalisme global traversé par l’instabilité, la prévisibilité institutionnelle devient un capital en soi. Le Luxembourg ne propose pas la réglementation la plus laxiste, mais la plus prévisible. Et c’est cette prévisibilité même qui fait la performativité du droit qu’il produit.

Le droit performatif comme structure du capitalisme financiarisé

La séquence législative fondatrice de 1927-1929 ne procède pas d'une délibération publique élargie mais d'une articulation discrète entre haute administration (Braun, Dupong), expertise privée (cabinets d'avocats, ARBED) et validation parlementaire *a posteriori*.

Les protections que les députés socialistes voulaient inscrire dans la loi sont systématiquement renvoyées au niveau infra-législatif (statuts, règlements d'administration publique, circulaires modifiables sans débat public). Cette dynamique, identifiée par [Pistor \(2019\)](#) comme trait structurel du droit moderne du capital, s'éclaire d'une lumière nouvelle lorsqu'on l'articule à la conception *performative* des institutions économiques fondamentales développée par [Aglietta and Orléan \(1998\)](#); [Aglietta \(2016\)](#) et [Cartelier \(2018\)](#).

De même que la monnaie n'est pas, pour ces auteurs, un voile neutre posé sur des échanges préexistants, mais le rapport social institutionnel qui constitue le marché lui-même et le précède. Le droit du capital ne se contente pas d'enregistrer la valeur mais l'institue et rend possible son existence et sa circulation. Une SPF, une SCSp, une holding 1929, ou un titre au porteur, ne sont pas des objets juridiques décrivant un capital qui leur préexisterait. Ce sont des dispositifs qui *transforment* des actifs ordinaires en capital, par incorporation dans des structures dotées d'opposabilité internationale, de neutralité fiscale et de protection patrimoniale. Le conduit luxembourgeois ne fabrique pas du capital mais en certifie l'existence juridique, et c'est cette certification qui produit l'effet économique observé. Ce que la littérature qualifie d'*artificial exchange* ([Neal, 1993](#)) relève précisément de cette logique.

Cette lecture renouvelée du rôle du droit ouvre néanmoins une question critique qui touche aux fondements démocratiques de la production normative dans le capitalisme financiarisé. Si le droit du capital est performatif, alors les conditions de sa production, qui le rédige, selon quels intérêts, et sous quel contrôle public, engagent directement la légitimité du régime d'accumulation qu'il constitue. Or, les archives luxembourgeoises révèlent que ces conditions sont structurellement asymétriques. La performance juridique du capital relève de circuits techniques restreints (administration spécialisée, professions réglementées, soft law européenne), tandis que ses effets distributifs se dirigent vers l'ensemble de la collectivité. Ce constat rejoint la critique réglementationniste d'une autonomisation de la sphère financière ([Boyer, 2015](#); [Lordon, 1996](#)) et invite à interroger les conditions politiques d'une démocratisation de la production juridique dans un capitalisme dont les institutions fondamentales demeurent des fictions performatives.

Le Luxembourg comme un idéal-type empirique d'un régime financiarisé stabilisé

Le quatrième enseignement déplace notre cadre théorique. Là où la théorie de la régulation (Boyer and Saillard, 2010; Boyer, 2015) pense traditionnellement les trajectoires capitalistes à travers une succession de régimes d'accumulation séparés par des crises structurelles, le cas luxembourgeois invite à considérer la figure inédite d'un régime financiarisé offshore caractérisé par sa stabilité institutionnelle historique. Pour le saisir, nous mobilisons un *idéal-type wébérien* (Weber, 1965), soit ni un modèle normatif, ni une description fidèle, mais une construction théorique qui accentue certains traits pour faire apparaître une logique en forme pure, fonctionnant comme instrument de mesure de la distance des cas réels.

Cette construction idéal-typique requiert toutefois une précision méthodologique pour éviter l'écueil téléologique. Le Luxembourg ne connaît pas, sur la période considérée, un régime d'accumulation unique, mais une succession de deux régimes structurellement distincts. Le premier, industriel-sidérurgique, s'organise depuis la seconde moitié du XIX siècle autour du pôle ARBED, du bassin du Sud et de la métallurgie continentale. Il commande l'organisation monétaire (UEBL au service des exportations sidérurgiques), sociale (compromis patronat-syndicats-État⁷⁴) et institutionnelle (loicadre de diversification industrielle, 1962) du Grand-Duché jusqu'au choc pétrolier. Le second, financiarisé, n'émerge comme régime dominant qu'à la faveur de la crise sidérurgique des années 1974-1981, qui rend possible le basculement de la rente issue des dispositifs juridiques en place (Bourse 1927, holdings 1929, holding de financement 1965, secret bancaire 1981).

Ces dispositifs opéraient dès leur création, tirant une rente complémentaire à l'activité sidérurgique. Le pivot des années 1970 ne consiste pas à les ressusciter, mais à les mobiliser à plein régime, intensifiant leur rendement extractif jusqu'à en faire les piliers structurants du nouveau régime d'accumulation. Cette montée en charge s'opère par épuration croisée. La part du PIB générée par la sidérurgie passe d'environ 30% en 1960, à environ 12% en 1980, pour atteindre à peine les 2% en 2011 (STATEC, 2013).

74. Ces dispositifs de concertation permettront au Luxembourg d'amorcer la transition de son régime d'accumulation sans conflit social majeur. Le pivot des années 1974-1981 entre les deux régimes d'accumulation ne s'opère pas dans la confrontation sociale. Le Luxembourg dispose d'un appareil institutionnel de concertation (loi de 1965 sur les conventions collectives et loi de 1974 sur la cogestion mentionnées dans la partie 2.1.1.) permettant la négociation de la transition. Ces dispositifs sont parachevés au sein du Comité de coordination tripartite (1977), puis de la Tripartite Acier (1979-1981). La conversion identifiée s'est ainsi opérée dans le compromis institutionnalisé plutôt que par la rupture conflictuelle. Ces dispositifs hérités de *paix sociale* ont également permis de stabiliser le régime financiarisé, avec des dispositifs complémentaire de concertation tel que le Comité permanent du travail et de l'emploi, créé par la loi du 21 décembre 2007.

L'industrie est progressivement vidée de ses fonctions productives par restructurations successives (scissions accélérées d'ARBED, externalisation transfrontalière), tandis que la finance est symétriquement purifiée de son attachement industriel originel pour devenir le secteur structurant à part entière (voir table 14).

Ce double mouvement de sublimation institutionnelle illustre exemplairement le mécanisme de conversion théorisé par Thelen (2009) où les dispositifs hérités ne sont ni abolis ni reproduits à l'identique, ils sont redirigés et intensifiés vers des fonctions que leurs concepteurs n'avaient pas anticipées. L'idéal-type que nous construisons ne désigne donc pas une essence luxembourgeoise depuis 1839, mais la monoculture institutionnelle dans laquelle s'est stabilisé le régime financiarisé luxembourgeois post-1974, articulée par conversion à un soubassement institutionnel sédimenté et continûment opérant depuis le XIX siècle.

La financiarisation s'exprime au Grand-Duché avec une pureté rare. 5 028 milliards EUR d'actifs sous gestion fin 2022⁷⁵ ; plus du quart de la valeur ajoutée pour le secteur financier et assurantiel (STATEC, 2024) ; rapport salarial externalisé pour près de la moitié de l'emploi vers les régions frontalières ; soubassement institutionnel hérité, continûment sédimenté depuis 1839 et réactivé en régime financiarisé après 1974. Là où les États-Unis, le Royaume-Uni ou l'Irlande conservent des régimes hybrides articulant finance, industrie et technologie, le Luxembourg approche la forme pure d'un capitalisme financiarisé non dilué.

L'idéal-type se construit ainsi à deux niveaux imbriqués. D'une part, celui du petit pays spécialisé dans la finance offshore, prolongeant les trajectoires des micro-États analysés par Katzenstein (1985) ou Vlcek (2008). D'autre part, celui de l'offshore comme infrastructure juridique intégrée, où la codification du droit devient un avantage comparatif qui s'exprime sans les contreponds qu'imposent les grandes économies. La petite taille contraint à la monoculture institutionnelle et la pureté offshore radicalise les logiques d'extraversion par absence de régimes d'accumulation concurrents en interne⁷⁶. C'est cette *double pureté* qui en fait un cas paradigmatique car ce qui demeure invisible ou fragmentaire dans les grands capitalismes y devient lisible en concentration.

75. CSSF, *Situation globale des organismes de placement collectif à la fin du mois de décembre 2022*.

76. Cette logique de verrouillage juridique du capital contre les pressions démocratiques a été retracée à l'échelle de l'École de Genève par Slobodian (2018). Le cas luxembourgeois pourrait constituer une matérialisation institutionnelle empirique de ce programme à l'échelle d'un micro-État. Cette piste est laissée à l'agenda d'une recherche ultérieure.

Cette caractérisation se décline en quatre propriétés conjointes, inhérentes à la *path dependency* :

1. Pureté de la spécialisation institutionnelle. La petite taille du Grand-Duché et l'absence de tissu productif domestique ont contraint une cohérence forcée des formes institutionnelles autour de l'attractivité extraterritoriale, réduisant le pays à une monoculture centrée sur la production juridique à destination des non-résidents.
2. Continuité du mode de régulation. Toutes les formes institutionnelles fondamentales convergent vers un même invariant, la *stabilité tridimensionnelle*, qui traverse les deux régimes d'accumulation successifs. Le pivot industriel-financier des années 1974-1981 ne s'opère pas par rupture mais par conversion. La même plateforme institutionnelle est redirigée d'un régime à l'autre. La continuité de la plateforme institutionnelle constitue précisément la condition de possibilité de cette conversion. A la différence des grands capitalismes, dont les pivots historiques s'accompagnent généralement de réformes législatives majeures, le Luxembourg opère sa transition de régime d'accumulation sans rénovation normative, par simple redéploiement d'un outillage juridique préexistant.
3. Régulation par codification incrémentale du capital. Le mode de régulation luxembourgeois fonctionne comme un dispositif analeptique. Là où d'autres régimes d'accumulation se régulent par crise et rupture, le Luxembourg absorbe les chocs par *sédimentation* juridique et *conversion* de dispositifs hérités. La crise ARBED en fournit l'illustration paradigmatique. Le *droit du capital* (Pistor, 2019) devient ainsi le principal mode de régulation du régime d'accumulation financiarisé, là où les modes classiques mobilisent plutôt l'État social, ou encore la politique monétaire.
4. Une souveraineté monétaire fragmentée. Le régime financiarisé luxembourgeois illustre l'affaiblissement structurel de la souveraineté qui caractérise les États profondément encastrés dans la finance internationale. Plus le poids relatif de l'activité financière croît en son sein, plus l'État dépend de la stabilité des flux, des notations et des autorités supranationales qui garantissent la circulation des capitaux. Cette dépendance constitue une condition d'équilibrage du régime hautement spécialisé où la robustesse procédurale qu'elle produit est précisément le pendant productif de la vulnérabilité politique qu'elle implique.

D'un point de vue monétaire, ce régime se caractérise par un arrangement spécifique des trois confiances de l'approche d'Aglietta and Orléan (1998). La confiance hiérarchique est partiellement externalisée vers des autorités monétaires supranationales. La confiance éthique s'ancre dans le projet européen et la confiance méthodique procédurale est, par compensation, surinvestie comme avantage productif propre. La place luxembourgeoise ne supprime donc aucune de ces trois confiances mais redistribue leur dominance d'une manière spécifique eu égard au modèle classique de trois confiances ancrées au niveau national.

Ces propriétés (pureté, continuité, codification, souveraineté monétaire fragmentée) caractérisent l'*infrastructure financière offshore* luxembourgeoise dont un travail connexe explore les propriétés et le fonctionnement opérationnel. Au-delà du cas luxembourgeois, l'analyse suggère qu'un *capitalisme de guichet* (Strange, 1986) se distingue de ses homologues (industriel, rentier, financiarisé) par une logique propre. La valorisation économique y naît non de la production, ni de la rente, ni même de l'arbitrage, mais de la *certification*. Le centre financier ne fabrique pas de capital, ne possède pas de monnaie forte, n'arbitre pas de risque ; il valide la circulation, reconnaît la légalité, produit la conformité.

Limites, prolongements et programme comparatif

Des limites méritent d'être reconnues. Premièrement, l'accent placé sur les dispositifs juridiques et institutionnels laisse en arrière-plan les dimensions sociales du régime. Qui occupe les emplois bancaires et financiers ? qui en tire les bénéfices distributifs ? comment un territoire de moins de 700 000 habitants soutient-il une infrastructure mobilisant 5 800 milliards d'euros d'actifs ?

Aussi, les archives mobilisées sont principalement administratives et parlementaires et les archives bancaires privées affinaient certaines interprétations.

Enfin, notre approche régulationniste laisse en arrière-plan le débat théorique sur le néolibéralisme, dont la trajectoire luxembourgeoise relève pourtant à plus d'un titre. Une investigation systématique du Grand-Duché comme matérialisation institutionnelle du néolibéralisme financier, en dialogue avec Harvey (2005); Slobodian (2018), constituerait un prolongement naturel susceptible d'éclairer en retour la genèse intellectuelle et institutionnelle du néolibéralisme contemporain.

En constituant un idéal-type empirique du capitalisme financiarisé offshore, le Grand-Duché de Luxembourg ouvre un programme de recherche comparatif qu’il revient désormais d’investir. La Suisse, le Liechtenstein, Monaco, Singapour, Hong Kong et certaines juridictions caribéennes incarnent-elles, chacune à leur manière, des variantes nationales de ce même idéal-type ? Une typologie comparée des micro-États financiers permettrait, par contraste, de mieux comprendre les régimes d’accumulation financiarisés des grands pays développés, dont le Luxembourg constitue paradoxalement le laboratoire avancé. Si tel est le cas, le Grand-Duché ne serait pas une exception dans la cartographie du capitalisme global, mais l’une de ses formes paradigmatiques et un laboratoire où s’observe en concentration ce qui demeure dilué ailleurs.

Le travail suivant entreprend de combler la première de ces lacunes en examinant l’une des dimensions *endométaboliques* (Lordon, 1993, 1996) du régime d’accumulation luxembourgeois. Comment le facteur travail soutient-il un édifice financier dont l’extraversion constitue le principe organisateur ? Cette question prolonge notre analyse en l’enracinant dans la matérialité des rapports sociaux, préalable indispensable à l’étude de la valorisation du capital humain et des dynamiques de mobilité sociale au sein du marché du travail luxembourgeois.

8 Annexe

Le tableau 5 synthétise les quatre grandes séquences institutionnelles de la place luxembourgeoise. Contrairement aux périodisations classiques qui présentent des ères successives, notre découpage assume explicitement le chevauchement des périodes. Chacune se poursuit dans les suivantes selon la logique de *layering*. Le Luxembourg actuel est ainsi simultanément un coffre-fort patrimonial (héritage de l’ère I), un centre de domiciliation bancaire (ère II), une infrastructure d’enregistrement obligataire (ère III) et un hub de gestion d’actifs sophistiqué (ère IV), aucune fonction n’ayant été entièrement abandonnée au profit de la suivante.

Cette représentation en strates institutionnelles *cumulatives* plutôt qu’en périodes *exclusives* constitue, à notre sens, le principal apport descriptif de la chronique. Elle prépare l’analyse menée dans le travail suivant, où l’*infrastructure financière offshore* luxembourgeoise sera examinée comme la *coexistence fonctionnelle* de ces quatre ères au sein d’un même écosystème contemporain.

TABLE 5 – Séquences institutionnelles de la place financière luxembourgeoise

Période (ère)	Innovations financières et juridiques	Type de changement institutionnel	Fonction
I. Genèse : le quatuor de la neutralité (1839-1949)	Traité d'indépendance (1839); Zollverein (1842); traité de neutralité (1867); Arrêté grand-ducal du 10 juin 1901; SDN (1920-1942); UEBL (1921); loi sur la Bourse (1927); régime holding (1929); loi de stabilisation monétaire (1929); IBLC (1944); CCB (1945); OTAN (1949)	Condition permissive et jonction critique	Conversion de l'incertitude souveraine en certitude contractuelle par le quatuor <i>politique-géopolitique-monétaire-juridique</i> . La place devient un <i>coffre-fort</i> patrimonial passif au service du capitalisme industriel européen.
II. Ère de la domiciliation bancaire (1949-présent)	Vagues bancaires successives (banques allemandes, scandinaves, américaines, asiatiques); triptyque d'attractivité (secret, fiscalité, supervision souple); loi sur le secret bancaire (1981); IML (1983); Règlement grand-ducal du 24 mars 1989; supervision unique BCE (2014); échange automatique d'informations (2015)	Adjonction (<i>layering</i>)	Le Luxembourg devient un système de crédit majoritairement étranger, exploitant les angles morts réglementaires des grandes places (réserves obligatoires de la Bundesbank, <i>regulations Q</i> américaines, contrôles des changes britanniques). La fonction de <i>domiciliation</i> se maintient et se sophistique au fil des cycles réglementaires.
III. Ère du transit obligataire (1963-présent)	Autostrade (1963); holding de financement (1965); <i>buyout companies</i> (1968); CEDEL (1970); LIR (1967); loi sur le droit d'apport (1971); arrêté sur les fonds (1972); règlement GD sur les Soparfi (2001); cotation des euro-obligations à la Bourse de Luxembourg; LGX (2016); obligations tokenisées (2020s)	Conversion - infrastructure d'enregistrement qui perdure	La place devient une <i>infrastructure d'enregistrement et de règlement</i> : la Bourse valide la circulation des euro-obligations; CEDEL (puis Clearstream) assure le règlement-livraison transfrontalier. Cette fonction s'étend aujourd'hui aux obligations vertes (LGX) et aux obligations tokenisées.
IV. Ère de la gestion d'actifs et de la sophistication réglementaire (1983-présent)	Loi OPC (1983); directive UCITS (1985); transposition UCITS I (1988); LSF (1993); UCITS III (2002); SICAR (2004); FIS (2007); SPF (2007); UCITS IV (2010); AIFMD / SCSp (2013); UCITS V (2016); FIAR (2016); lois Blockchain I (2019), II (2021), III (2023), IV (2024)	Adjonction et sophistication (<i>layering</i> continu)	Les directives UCITS et AIFMD transforment la place en centre mondial de gestion collective et alternative transfrontalière. Le passeport européen produit un <i>avantage de premier entrant</i> successivement étendu au <i>private equity</i> , à la dette privée et aux actifs numériques (Blockchain I-IV).

9 Annexe 2. Régime monétaire d’une souveraineté fragmentée à l’épreuve de la confiance

Le régime monétaire constitue l’un des faits stylisés structurants de l’étude du cas luxembourgeois. Consécutivement aux annexions et intégrations successives, chaque régime politique a imposé sa propre devise au territoire grand-ducal, fournissant ainsi une illustration paradigmatique de la corrélation entre forme monétaire et forme politique de l’Etat. La monnaie, au-delà de son rôle d’instrument technique, constitue selon [Aglietta and Orléan \(1998\)](#); [Aglietta \(2016\)](#) le *rapport social fondamental* qui institue toute société marchande comme totalité, en tant qu’expression institutionnalisée d’un système de dettes et d’une autorité souveraine garantissant son acceptation. Dans le contexte géopolitique précédemment décrit dans ce travail, la monnaie luxembourgeoise a directement reflété les contraintes et tensions que l’État entretenait avec ses voisins et anciens envahisseurs.

TABLE 7 – Trajectoire monétaire luxembourgeoise (1803-1918) du franc germinal à la naissance du franc luxembourgeois

Année	Événement	Postérité
1803	Introduction du franc germinal	Intégration au système monétaire français de Napoléon I ^{er} ; le Luxembourg appartient alors au Département des Forêts (1795-1814). Le franc germinal conserve son cours légal jusqu'en 1825.
1815	Union personnelle avec les Pays-Bas (Congrès de Vienne)	Le florin néerlandais devient monnaie légale ; cohabitation avec le franc germinal résiduel.
1832	Création du franc belge	Suite à l'indépendance belge de 1830, introduction progressive du franc belge dans la circulation luxembourgeoise.
1839	Indépendance du Luxembourg (Traité de Londres du 19 avril 1839)	Sortie progressive du régime monétaire néerlandais ; le territoire est réduit à sa partie germanophone.
1842	Adhésion au Zollverein	Double circulation : le thaler prussien devient monnaie de paiement principale, le franc belge demeure unité de compte.
1848	Loi du 20 décembre 1848 (gouvernement Willmar)	Le franc devient l'unité de compte légale de l'administration publique luxembourgeoise. Les budgets et actes publics ne sont plus libellés en florins.
1854	Premières frappes monétaires luxembourgeoises spécifiques	Pièces de 10, 5 et 2,5 centimes en cuivre, premières monnaies à effigie luxembourgeoise. Existence de fait, mais pas de droit.
1856	Création de la BCEE (loi du 21 février 1856)	Établissement public à fonction d'épargne, sans pouvoir d'émission monétaire ; pivot domestique de l'épargne nationale.
1856	Création de la BIL (arrêté royal-grand-ducal du 8 mars 1856)	Banque privée fondée avec des capitaux allemands (Erlanger 40%, Oppenheim et Schaaffhausen'scher Bankverein) dans le cadre du Zollverein. Dotée du privilège d'émission de billets en plusieurs monnaies (franc, florin, thalers prussien et rhénan), un droit qu'elle conservera jusqu'à l'introduction de l'euro en 2002.
1857	Adhésion du Luxembourg à l'union monétaire du Vereinsthaler	À la suite du traité monétaire de Vienne du 24 janvier 1857, le Luxembourg entre dans l'union monétaire du Vereinsthaler. Le Vereinsthaler aura cours jusqu'en 1907 en Allemagne, mais est progressivement remplacé par le Goldmark à partir de l'unification monétaire de l'Empire allemand (1871-1873).
1873	Création de la Banque Nationale du Grand-Duché (loi du 16 mai 1873)	Première ébauche d'un institut d'émission à vocation nationale dont les billets ont cours légal dans les administrations publiques.
1881	Faillite de la Banque Nationale (26 septembre 1881)	Échec d'un projet privé d'émission à vocation nationale ; les billets sont publiquement brûlés sur la Place d'Armes.
1914	Loi du 3 août 1914	Concession du cours légal aux billets de la BIL pour faciliter la circulation monétaire et le crédit en temps de guerre.
1914-1918	Première Guerre mondiale et dénonciation du Zollverein	Le franc supplante progressivement la monnaie allemande ; le Gouvernement initie l'émission provisoire de papier-monnaie d'État.
1918	Arrêté grand-ducal du 11 décembre 1918	Première utilisation officielle du terme <i>franc luxembourgeois</i> dans la législation et sur les billets émis par l'État.

Source : auteur, à partir des données de la Banque centrale du Luxembourg (*Histoire monétaire*), du *Mémorial* (Legilux) et de [Thewes \(2011\)](#).

TABLE 9 – Trajectoire monétaire luxembourgeoise (1921-2002) : le franc luxembourgeois sous délégation UEBL et son dépassement par l’euro

Année	Événement	Postérité
1921	Convention UEBL du 25 juillet 1921 (entrée en vigueur mars 1922)	Instauration de la parité fixe 1 :1 et de la libre circulation des deux monnaies. Souveraineté politique préservée ; les articles 22 et 23 sont les seules dispositions monétaires où l’État luxembourgeois est autorisé à émettre des coupures de moins de 10 francs jusqu’à concurrence de 25 millions sur le territoire grand-ducal, et contracte un emprunt de 175 millions pour l’échange des marks contre des billets BNB. Émission luxembourgeoise (Trésor, billets BIL) maintenue ; les billets BNB n’obtiennent cours légal qu’en 1935. Souveraineté juridique et fiscale préservée.
1929	Loi du 19 décembre 1929 dite « de stabilisation »	Renforcement de la parité 1 :1 ; le franc luxembourgeois est défini aussi seule par rapport à l’or (0,0418422 g d’or fin) avec couverture métallique ou équivalente totale.
1935	Arrêté grand-ducal du 1er avril 1935 Conventions complémentaires belgo-luxembourgeoises du 23 mai 1935	Décrochage de la parité : 1 franc luxembourgeois = 1,25 franc belge. La BNB obtient le cours légal pour ses billets au Luxembourg ; la BNB établira une agence à Luxembourg ; circulation luxembourgeoise relevée à 125 millions à titre provisoire, pour être réduit en 1942 au chiffre de 100 millions de francs. Le franc luxembourgeois devient une <i>monnaie d’appoint</i> , émise conjointement par la BIL, le Trésor luxembourgeois et ultérieurement l’IML, mais représentant un volume marginal au sein de la circulation monétaire effective.
1940-1944	Occupation allemande	Suppression des francs luxembourgeois et belge, imposition forcée du Reichsmark ; intégration au système monétaire nazi ; placements bancaires forcés en Allemagne.
1944	Arrêté grand-ducal du 14 octobre 1944 (versant luxembourgeois de l’IBLC bilatéral institué par arrêté-loi belge du 6 octobre 1944)	Rétablissement de la parité 1 :1 après libération ; échange Reichsmark/franc luxembourgeois ; création bilatérale de l’Institut Belgo-Luxembourgeois du Change (IBLC) parallèlement à Bruxelles et au Luxembourg. Restauration du régime d’émission de 1935 (cours légal des billets BNB, franc luxembourgeois comme monnaie d’appoint).
1945	Accords de Bretton Woods (entrée en vigueur 27 décembre 1945)	La Belgique et le Luxembourg deviennent membres fondateurs du FMI ; les engagements monétaires internationaux s’appliquent à leur régime monétaire partagé.
1970	Plan Werner (rapport du 8 octobre 1970)	Sous l’impulsion de Pierre Werner, premier projet structuré d’union économique et monétaire européenne en trois étapes.
1979	Entrée en vigueur du Système monétaire européen (13 mars 1979) Loi relative au statut monétaire du Grand-Duché de Luxembourg, suivie du règlement g.-d. du 31 mars 1979	Le Luxembourg intègre un système de bandes de fluctuation autour d’un cours pivot bilatéral ; confirmation de la parité 1 :1 avec le franc belge. Premier acte législatif luxembourgeois autonome sur le statut monétaire depuis la loi du 19 décembre 1929. Rendu nécessaire par la décision des gouverneurs du FMI de mai 1976 d’abolir la parité-or et d’introduire le <i>floating</i> , qui rendait caduque la définition du franc luxembourgeois donnée par la loi de 1929.
1981	Protocole d’accord belgo-luxembourgeois	Renégociation profonde du régime UEBL à la suite des tensions accumulées sur l’asymétrie monétaire : délimitation des réserves de change détenues par la BNB pour le compte du Luxembourg ; restitution à l’État luxembourgeois de la faculté d’émettre des billets pleins (et non plus seulement des billets d’appoint), faculté effective avec la création de l’IML en 1983. Premier acte de re-souverainisation partielle des fonctions monétaires publiques, la BIL conservant par ailleurs son privilège d’émission privée jusqu’en 2002.

Source : auteur, à partir des données de la Banque centrale du Luxembourg (*Histoire monétaire*), du *Mémorial* (Legilux) et de [Thewes \(2011\)](#).

TABLE 11 – Trajectoire monétaire luxembourgeoise (1921-2002) : le franc luxembourgeois sous délégation UEBL et son dépassement par l’euro

Année	Événement	Postérité
1982	Dévaluation subie du franc luxembourgeois (nuit du 21 au 22 février 1982)	Les ministres des Finances des Dix réunis à Bruxelles effectuent un réajustement au sein du SME entraînant une dévaluation de 8,5 % du franc belge ; dévaluation <i>de facto</i> du franc luxembourgeois. Cette asymétrie monétaire créa de vives tensions au sein de l’UEBL et un nouveau régime d’association monétaire fut négocié.
1983	Établissement de l’IML (1er juin 1983, loi du 20 mai 1983)	Première institution monétaire luxembourgeoise depuis la faillite de la Banque Nationale en 1881 ; double mission de supervision du secteur financier et d’émission des signes monétaires luxembourgeois.
1992	Traité de Maastricht (7 février 1992)	Décision de créer l’euro et la BCE ; consécration du Plan Werner après deux décennies.
1998	Création de la BCL, (loi du 23 décembre 1998), régie par sa loi organique du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la BCL. La même date voit l’adoption d’une loi distincte créant la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF)	Banque centrale de plein exercice intégrée au SEBC ; reprise de la fonction de prêteur en dernier ressort dans le cadre de l’Eurosystème ; scission des deux missions auparavant assurées par l’IML : fonction monétaire confiée à la BCL, supervision financière confiée à la CSSF. Souveraineté monétaire reformulée dans une architecture multilatérale européenne, après 77 années de délégation bilatérale entre la BIL et la BNB.
1999	Euro <i>scriptural</i> (1 ^{er} janvier 1999)	Troisième phase de l’UEM ; fin de l’arrimage au franc belge ; la Belgique devient statistiquement un pays <i>étranger</i> dans les agrégats monétaires.
2002	Euro <i>fiduciaire</i> (1 ^{er} janvier 2002 ; fin cours légal LUF 28 février 2002)	Concrétisation de l’intégration monétaire ; taux de conversion final à 1 EUR = 40,3399 LUF.

Source : auteur, à partir des données de la Banque centrale du Luxembourg (*Histoire monétaire*), du *Mémorial* (Legilux) et de [Thewes \(2011\)](#).

10 Annexe 3. Régime politique (1919-2024)

Cette annexe présente, pour chaque dispositif législatif majeur identifié dans la chronique, le gouvernement en place, la coalition politique au pouvoir. Les informations sont issues de [Thewes \(2011\)](#), complétées par les archives nationales (ANL) pour les détails parlementaires. Le tableau 13 retrace l'ensemble des gouvernements depuis 1848 (premier gouvernement constitutionnel) jusqu'à aujourd'hui.

TABLE 13 – Gouvernements luxembourgeois (1918-2024).

Gouvernement	Période	Coalition
<i>Entre-deux-guerres et séquence offshore fondatrice (1918-1940)</i>		
Reuter	28 sept. 1918 – 19 mars 1925	Coalition large 1918-1920 (Parti de la droite + Libéral + Indépendant pro-socialiste) ; Parti de la droite seul à partir de 1920
Prüm	19 mars 1925 – 15 juillet 1926	Parti national indépendant + Libéraux + Gauche indépendante
Bech	15 juillet 1926 – 5 nov. 1937	Parti de la droite + libéraux
Dupong-Krier	5 nov. 1937 – 10 mai 1940	Parti de la droite + Libéraux + POSL (LSAP)
<i>Occupation et reconstruction (1940-1959)</i>		
Gouvernement en exil	10 mai 1940 – 23 sept. 1944	Continuité juridique (Londres puis Montréal) ; PdD + LSAP
Gouvernement de la Libération	23 sept. 1944 – 14 nov. 1945	Parti de la droite (devient CSV en 1944-1945) + LSAP + Indépendants
Gouvernement d'union nationale (Dupong)	14 nov. 1945 – 1 ^{er} mars 1947	Tous partis (CSV + LSAP + Groupement démocratique + PCL)
Dupong-Schaus	1 ^{er} mars 1947 – 3 juillet 1951	CSV + Groupement démocratique
Dupong-Bodson	3 juillet 1951 – 29 déc. 1953	CSV + LSAP
Bech-Bodson	29 déc. 1953 – 29 mars 1958	CSV + LSAP
Frieden	29 mars 1958 – 2 mars 1959	CSV + LSAP
<i>Essor des euromarchés et institutionnalisation (1959-1979)</i>		
Werner-Schaus I	2 mars 1959 – 15 juillet 1964	CSV + DP
Werner-Cravatte	15 juillet 1964 – 1 ^{er} fév. 1969	CSV + LSAP
Werner-Schaus II	1 ^{er} fév. 1969 – 15 juin 1974	CSV + DP

(suite du tableau 13)

Gouvernement	Période	Coalition / nature
Thorn-Vouel-Berg	15 juin 1974 – 16 juillet 1979	DP + LSAP (<i>1^{re} exception</i>)
<i>Consécration du secret bancaire et UCITS (1979-1995)</i>		
Werner-Thorn-Flesch	16 juillet 1979 – 20 juillet 1984	CSV + DP
Santer-Poos I-III	20 juillet 1984 – 20 janvier 1995	CSV + LSAP
<i>Ère Juncker et véhicules non réglementés (1995-2013)</i>		
Juncker-Poos I-II	20 janvier 1995 – 7 août 1999	CSV + LSAP
Juncker-Polfer	7 août 1999 – 31 juillet 2004	CSV + DP
Juncker-Asselborn I-II	31 juillet 2004 – 4 déc. 2013	CSV + LSAP
<i>Transition fiscale et post-secret bancaire (2013-2024)</i>		
Bettel-Schneider I	4 déc. 2013 – 5 déc. 2018	DP + LSAP + Verts (<i>2^e exception</i> , dite « gambienne »)
Bettel II (4 remaniements)	5 déc. 2018 – 17 nov. 2023	DP + LSAP + Verts (Schneider/Braz → Schneider/Bausch → Kersch/Bausch → Lenert/Bausch)
Frieden-Bettel	depuis 17 nov. 2023	CSV + DP

Note : en gras, gouvernements porteurs de dispositifs financiers structurants.

Source : auteur, à partir des données de [Thewes \(2011\)](#) jusqu'en 2009 ; *gouvernement.lu* pour la période post-2009.

Le tableau 13 confirme que le Parti de la droite, devenu Parti chrétien-social (CSV) en 1944-1945, dirige toutes les coalitions gouvernementales luxembourgeoises depuis 1919, à trois exceptions près notables : Prüm (1925-1926, dissidence du Parti national indépendant), Thorn-Vouel-Berg (1974-1979) et Bettel (2013-2023). Cette continuité partisane, de 89 années sur 105, constitue une singularité européenne et l'une des bases de la prévisibilité politique dont bénéficie la place financière.

Il est toutefois important de noter que lorsque la prédominance du CSV est rompue, c'est par des coalitions DP-LSAP (Thorn) ou DP-LSAP-Verts (Bettel) qui ne contestent pas le modèle économique de la place financière. La continuité des choix institutionnels survit aux changements de coalition.

11 Annexe 4. Tendances macroéconomiques du régime

L'établissement d'une grille de faits stylisés adaptée au régime financiarisé luxembourgeois se heurte à la difficulté préalable des indicateurs macroéconomiques standards pour décrire l'offshore. Nous avons ainsi construit à partir de sources croisées (STATEC, IML/BCL, CSSF, Banque mondiale) une grille matérialisant empiriquement certaines des dimensions développées dans ce travail.

Le premier groupe d'indicateurs documente la conversion sectorielle et territoriale qui structure la trajectoire de l'économie luxembourgeoise. La réorganisation productive défendue s'illustre avec le contraste entre l'effondrement de l'emploi sidérurgique et la montée continue de l'emploi financier. L'explosion du nombre de frontaliers constitue également un pilier empirique de la conversion, articulant les dimensions sectorielle et territoriale.

Le deuxième caractérise le caractère offshore de la place financière. Sept indicateurs y sont mobilisés, sélectionnés pour leur capacité conjointe à révéler les différents traits qui distinguent une infrastructure financière offshore d'une économie uniquement financiarisée à savoir la disproportion structurelle entre finance et économie réelle (B.1 et B.2), la spécialisation exportatrice des services financiers (B.3 et B.4) ou encore la fonction de conduit (B.5, B.6 et B.7). La symétrie entre B.6 et B.7 est particulièrement révélatrice du régime avec annuellement un excédent commercial de services tout en redistribuant simultanément aux non-résidents une part significative des revenus qu'il génère. Cependant, les statistiques de balance des paiements luxembourgeoises ne sont publiées de manière autonome par la BCL qu'à partir de 1995 car elles étaient intégrées à la balance des paiements de l'UEBL publiée par la BNB avant cette date. Cette absence de séries antérieures constitue en elle-même un fait empirique cohérent avec notre travail d'archives car l'appareil statistique national propre ne se construit qu'avec la maturation des institutions monétaires luxembourgeoises (IML 1983, BCL 1998).

La densité de la place articule l'infrastructure bancaire (C.1 et C.2) et l'infrastructure des fonds (C.3, C.4 et C.5). L'indice KOF de globalisation financière (C.6) fournit une mesure synthétique agréant deux logiques distinctes de globalisation des flux effectifs (mesures de facto : IDE, investissements de portefeuille, dette internationale, réserves internationales, revenus primaires, toutes rapportées au PIB) et l'architecture juridique d'ouverture (mesures de jure : indice Chinn-Ito de libéralisation du compte de capital, restrictions à l'investissement, traités bilatéraux d'investissement). La progression observée atteste ainsi d'une hypertrophie financière effective et d'un dispositif institutionnel d'ouverture pleinement abouti.

TABLE 14 – Faits stylisés du régime financierisé luxembourgeois (1973-2022).

Dim.	Indicateur	1973	1985	1995	2002	2010	2015	2022
<i>Bloc A - Conversion sectorielle et territoriale</i>								
A.1	Emploi dans la sidérurgie (milliers) ^a	22,7	11,5	—	—	5,1	—	—
A.2	Emploi dans le secteur financier (milliers) ^b	4,8	11,3	20,0	23,7	26,3	25,9	26,7
A.3	Frontaliers (effectifs, milliers) ^c	5,5	16,1	55	104	150	170,6	222,2
A.4	Frontaliers (% emploi total) ^c	~4%	11,3%	28,1%	38,8%	42%	44%	47%
<i>Bloc B - Signature offshore : disproportion et fonction de conduit</i>								
B.1	Dépôts du système financier / PIB (%) ^d	69,0%	162,2%	284,6%	339,0%	329,4%	386,9%	~430% ^e
B.2	Actifs des OPC / PIB (multiple) ^f	—	1,1x	17,2x	33,8x	51,9x	64,8x	65,5x
B.3	Trade in services (% PIB) ^g	—	—	—	149,3%	188,4%	267,9%	317,3%
B.4	Services financiers (% exports services)	—	—	—	65,9%	67,0%	63,3%	54,5%
B.5	Part du Reste du monde dans titres détenus (%) ^h	—	—	—	97,8%	96,3%	88,3%	88,2%
B.6	Excédent commerce de services (M EUR) ⁱ	—	—	—	9 037	14 782	23 003	28 879
B.7	Déficit revenus primaires (M EUR) ^j	—	—	—	-3 501	-6 723	-8 584	-13 162
<i>Bloc C - Densité de la place et spécialisation</i>								
C.1	Nombre total de banques ^k	37	118	221	184	147	144	119
C.2	Banques étrangères (% du total)	62%	90%	88%	87%	88%	96%	97%
C.3	Actifs des OPC (Md EUR) ^l	—	7,4	261,8	844,5	2 198,9	3 506,2	5 028,5
C.4	Nombre total d'OPC ^l	24	104	1 329	1 941	3 667	3 878	3 377
C.5	Indice KOF de globalisation financière (0-100) ^m	43,8	65,0	67,4	75,5*	75,2	77,3	80,9

* voir Gygli et al. (2019).

^a Chiffres de Trausch and de Vreese (1995).^b STATEC et CSSF.^c STATEC, séries démographiques. Ratio 1973 estimé (séries antérieures à 1980 fragmentaires).^d World Bank, Global Financial Development Database. Ratio dépôts bancaires (résidents et non-résidents) / PIB courant.^e Estimation par extrapolation ; dernière valeur disponible 428,8% en 2020.^f Actifs OPC (CSSF, statistiques mensuelles) rapportés au PIB courant en euros (Banque mondiale).^g World Development Indicators (Banque mondiale, 2024).^h Comptes financiers (BCL), premier trimestre.^k CCB puis BCL, séries 1970-2024.^l CSSF, rapports annuels. Regroupe FCP, SICAV et autres OPC (SIF, FIS, RAIF selon la période).^m KOF Swiss Economic Institute, ETH Zurich, KOF Globalisation Index 2024. Indice Chinn-Ito (KAOPEN) indisponible pour le Luxembourg.

Références

- Aglietta, M. (1982). *Régulation et crises du capitalisme : l'expérience des États-Unis*. FeniXX.
- Aglietta, M. (2016). *La monnaie. Entre dettes et souveraineté*. Odile Jacob, Paris.
- Aglietta, M. and Orléan, A. (1998). *Monnaie souveraine (La)*. Odile Jacob.
- Aglietta, M. and Orléan, A. (2002). *La monnaie : entre violence et confiance*. Odile Jacob.
- Association of the Luxembourg Fund Industry (2023). ALFI Annual Report 2022/2023. Technical report, ALFI, Luxembourg.
- Banque centrale du Luxembourg (2003). La banque centrale du luxembourg au sein de la zone euro. Discours.
- Barthel, C. (2008). Un aspect particulier de la culture politique luxembourgeoise : Joseph Bech et l'art de concilier les Affaires étrangères avec la diplomatie du grand capital sidérurgique. In Schirmann, S., editor, *Robert Schuman et les Pères de l'Europe : Cultures politiques et années de formation*, Publications de la Maison Robert Schuman. P.I.E. Peter Lang, Bruxelles.
- Bordo, M. D. and Rockoff, H. (1996). The gold standard as a 'good housekeeping seal of approval'. *Journal of Economic History*, 56(2) :389–428.
- Boyer, R. (2015). *Économie politique des capitalismes*. La Découverte.
- Boyer, R. and Saillard, Y. (2010). *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*. La découverte.
- Buyst, E., Maes, I., Pluym, W., and Danneel, M. (2007). *The Bank, the Franc and the Euro. A History of the National Bank of Belgium*. Lannoo, Tielt.
- Calabrese, M. (2023). *The Fund Code. A History of Investment Funds in Luxembourg from the Holding Act to the UCITS Legislation (1929-1989)*. PhD thesis, Unilu - University of Luxembourg [History], Esch-sur-Alzette, Luxembourg.
- Calabrese, M. and Giacomini, V. (2025). Business-government networks in small states : The emergence and evolution of the luxembourg global mutual fund industry, 1945–1988. *Business History Review*, 99(1) :39–66.
- Calabrese, M. and Majerus, B. (2023). Archaeology of a treasure island. actors and practices of holding in Luxembourg (1929–1940). *Contemporary European History*, 33(4) :1398–1415.
- Capelle-Blancard, G., Fromentin, V., and Grabowski, J. (2024). The geography of european financial centers : 1993–2020. *Environment and Planning A : Economy and Space*, 56 :2143–2168.

- Carruthers, B. G. (2015). Financialization and the institutional foundations of the new capitalism. *Socio-Economic Review*, 13(2) :379–398.
- Carruthers, B. G. and Kim, J.-C. (2011). The sociology of finance. *Annual review of sociology*, 37(1) :239–259.
- Cartelier, J. (2018). *Money, Markets and Capital : The Case for a Monetary Analysis*. Routledge International Studies in Money and Banking. Routledge, London.
- Cassis, Y. (1999). *Big business : The European experience in the twentieth century*. Oxford University Press.
- Cassis, Y. (2010). *Capitals of capital : the rise and fall of international financial centres 1780-2009*. Cambridge University Press.
- Chavagneux, C. and Palan, R. (2017). *Les paradis fiscaux*. La découverte.
- Commission de Surveillance du Secteur Financier (2022). Statistiques mensuelles de la place financière. Communiqués de presse CSSF, série 2021-2022.
- Dörny, S. (2015). Strategic nodes in investment fund global production networks : The example of the financial centre luxembourg. *Journal of Economic Geography*, 15(4) :797–814.
- Dörny, S. (2016). The geographies of industrialised finance : Probing the global production networks of asset management. *Geography Compass*, 10(1) :3–14.
- Eichengreen, B. (1992). *Golden Fetters : The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. Oxford University Press, New York.
- Eichengreen, B. (2019). *Globalizing capital : a history of the international monetary system*. Princeton University Press.
- Errico, L. and Musalem Borrero, A. (1999). Offshore banking : An analysis of micro- and macro-prudential issues. IMF Working Paper WP/99/5, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Farquet, C. (2012). The rise of the swiss tax haven in the interwar period : An international comparison. Technical report, EHES Working Papers in Economic History.
- Franz, N. (2005). Der finanzplatz luxemburg als ergebnis wirtschaftlichen bedarfs, politischen willens und europäischer integration. In Merkli, C. M., editor, *Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert*. Campus, Frankfurt am Main.
- Gillen, M.-P. (2019). Le secret bancaire luxembourgeois. *Revue internationale de droit comparé*, 71(1) :23–39.
- Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N., and Sturm, J.-E. (2019). The kof globalisation index—revisited. *The Review of International Organizations*, 14(3) :543–574.

- Harvey, D. (2005). *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford University Press, Oxford.
- Hoffmann, A. and Veranneman, K. (2020). Le secret bancaire, un risque pénal toujours d’actualité. In *Le risque pénal du banquier*, pages 197–253. Anthemis.
- Israel, E. (2006). *In Love with Life : An American Dream of a Luxembourger*. Sacred Heart University Press, Fairfield, CT.
- Jovanovic, F. (2022). *Finance offshore et paradis fiscaux : légal ou illégal ?* Presses de l’Université du Québec.
- Jungblut, M.-P. (1994). L’étrange histoire du décrochement du franc luxembourgeois. In Trausch, G., editor, *Banque Générale du Luxembourg, 1919-1994 : Un voyage au cœur de la BGL*, pages 139–160. Banque Générale du Luxembourg, Luxembourg.
- Katzenstein, P. J. (1985). *Small States in World Markets : Industrial Policy in Europe*. Cornell University Press, Ithaca.
- Klebaner, S. (2022). Théorie de la régulation et histoire du droit : un croisement fertile. *Revue de la régulation*, (32).
- Kreins, J.-M. (2015). De la dynastie nationale au lendemain du second conflit mondial (1890–1947). In Pauly, M., Kmec, S., Margue, M., and Péporté, P., editors, *Histoire du Luxembourg des origines à nos jours*, pages 84–104. Presses Universitaires de France.
- Labrousse, A., Vercueil, J., Chanteau, J.-P., Grouiez, P., Lamarche, T., Michel, S., and Nieddu, M. (2017). Ce qu’une théorie économique historicisée veut dire. retour sur les méthodes de trois générations d’institutionnalisme. *Revue de philosophie économique*, 18(2) :153–184.
- Leboutte, R., Puissant, J., and Scuto, D. (1998). *Un siècle d’histoire industrielle (1873-1973) : Belgique, Luxembourg, Pays-Bas, industrialisation et sociétés*. Editions Sedes.
- Lemoine, B. and Vauchez, A. (2024). Le négoce de la souveraineté juridique. *Actes de la recherche en sciences sociales*, 251(1) :4–15.
- Lordon, F. (1993). *Irrégularités des trajectoires de croissance : évolutions et dynamique non-linéaire : vers une schématisation de l’endométabolisme*. PhD thesis, Paris, EHESS.
- Lordon, F. (1996). Formaliser la dynamique économique historique. *Economie appliquée*, 49(1) :55–84.
- Mahoney, J. (2000). Path dependence in historical sociology. *Theory and Society*, 29(4) :507–548.
- Majerus, B. (2020). Ecrire l’histoire de la place financière d/au luxembourg.

- Majerus, B. (2024). From local notables to global players : Law firms in a tax haven (luxembourg, 1960s to 2020s). *Business History*, pages 1–16.
- Majerus, B. and Zenner, B. (2020). Too small to be of interest, too large to grasp? histories of the luxembourg financial centre. *European Review of History : Revue européenne d'histoire*, 27(4) :548–562.
- Mersch, Y. (1999). La banque centrale du luxembourg et la place financière. Discours, Banque centrale du Luxembourg.
- Neal, L. (1993). *The rise of financial capitalism : International capital markets in the age of reason*. Cambridge University Press.
- Neal, L. (2000). How it all began : the monetary and financial architecture of europe during the first global capital markets, 1648–1815. *Financial history review*, 7(2) :117–140.
- Ogle, V. (2017). Archipelago capitalism : Tax havens, offshore money, and the state, 1950s–1970s. *The American Historical Review*, 122(5) :1431–1458.
- Palan, R. (2002). Tax havens and the commercialization of state sovereignty. *International organization*, 56(1) :151–176.
- Palan, R. (2006). *The offshore world : sovereign markets, virtual places, and nomad millionaires*. Cornell University Press.
- Piluso, Nicolas ; Ponsot, J.-F. (2025). Le traité sur la monnaie est-il l’oeuvre majeure de john maynard keynes pour analyser le capitalisme contemporain ? *Revue Interventions économiques / Papers in Political Economy*, (73).
- Pistor, K. (2019). *The code of capital : How the law creates wealth and inequality*. Princeton University Press.
- Ponsot, J.-F. (2002). La dollarisation des économies émergentes. LATEC – Laboratoire d’Analyse et de Techniques Économiques, Université de Bourgogne, document de travail.
- Ponsot, J.-F. (2003a). La dollarisation : une interprétation institutionnaliste et macroéconomique. *Forum de la Régulation 2003*.
- Ponsot, J.-F. (2003b). The obsession of credibility : A historical perspective on full dollarization and currency boards. *International Journal of Political Economy*, 33(1) :83–99.
- Ponsot, J.-F. (2016). The “four I’s” of the international monetary system and the international role of the euro. *Research in International Business and Finance*.
- Rozados, J.-B. P. (2020). *La genèse des Euromarchés*. Thèse de doctorat, Université Paris Sciences et Lettres.

- Schenk, C. R. (1998). The origins of the eurodollar market in london : 1955–1963. *Explorations in Economic History*, 35(2) :221–238.
- Slobodian, Q. (2018). *Globalists : The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- STATEC (2013). L’industrie sidérurgique luxembourgeoise depuis les années 60. Regards sur l’économie et la société 02/13, Institut national de la statistique et des études économiques du Grand-Duché de Luxembourg, Luxembourg.
- Strange, S. (1986). *Casino Capitalism*. Basil Blackwell, Oxford.
- Streeck, W. and Thelen, K. (2005). *Beyond Continuity : Institutional Change in Advanced Political Economies*. Oxford University Press, Oxford.
- Tadjeddine, Y. (2021). Souveraineté monétaire et financiarisation. *Revue Française de Finances Publiques*, pages 27–38.
- Thelen, K. (2009). Institutional change in advanced political economies. *British Journal of Industrial Relations*, 47(3) :471–498.
- Thewes, G. (2011). *Les gouvernements du Grand-Duché de Luxembourg depuis 1848*. Service information et presse du gouvernement luxembourgeois, Luxembourg, réimpression edition.
- Trausch, G. (1978). *Joseph Bech, un homme dans son siècle. Cinquante années d’histoire luxembourgeoise (1914-1964)*. Imprimerie Saint-Paul, Luxembourg.
- Trausch, G., editor (1994). *Banque Générale du Luxembourg, 1919-1994 : Une banque dans son siècle*. Banque Générale du Luxembourg, Luxembourg.
- Trausch, G., editor (2002). *Histoire du Luxembourg. Le destin européen d’un « petit pays »*. Éditions Privat, Toulouse.
- Trausch, G. and de Vreese, M. (1995). *Luxembourg et les banques : de la révolution industrielle au 7^e centre financier mondial*. Banque Indosuez, Luxembourg.
- Trausch, G. et al. (1992). *Histoire du Luxembourg*. Hatier Paris.
- Ugolini, S. (2011). An ‘atypical’ case? the first emergence of brussels as an international financial centre, 1830-1860. *Financial centres and international capital flows in the nineteenth and twentieth centuries*, pages 47–70.
- Vlcek, W. (2008). *Offshore Finance and Small States : Sovereignty, Size and Money*. International Political Economy Series. Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- Weber, M. (1965). *Essais sur la théorie de la science*. Plon, Paris. Traduction française de Julien Freund.
- Weeks, S. (2024). Financing white rule : How luxembourg became a banker for the belgian congo and apartheid south africa. *Finance and Society*, 10(3) :234–250.

- Williamson, J. (1990). What Washington means by policy reform. In Williamson, J., editor, *Latin American Adjustment : How Much Has Happened ?*, chapter 2. Institute for International Economics, Washington, DC.
- Wójcik, D., Urban, M., and Dörry, S. (2022). Luxembourg and ireland in global financial networks : Analysing the changing structure of european investment funds. *Transactions of the Institute of British Geographers*, 47(2) :514–528.
- Zoromé, A. (2007). Concept of offshore financial centers : In search of an operational definition.