

Août 2022

CONTRÔLES SPOT

Synthèse des contrôles SPOT sur la titrisation simple,
transparente et standardisée (STS)

INTRODUCTION

Conformément aux priorités de supervision de l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour 2021, une série de contrôles courts thématiques « SPOT¹ » portant sur les titrisations simples, transparentes et standardisées (ci-après « titrisations STS ») a été menée de novembre 2021 à février 2022. Ces contrôles s'inscrivent dans le cadre des dispositions introduites par le règlement (UE) 2017/2402 du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations STS, entré en application le 1^{er} janvier 2019 et modifié par le règlement (UE) 2021/557 du 31 mars 2021, entré en vigueur le 9 avril 2021. Les investigations ont porté sur un panel de cinq prestataires de services d'investissement (PSI) et ont couvert une période allant du 1^{er} janvier 2019 au 30 septembre 2021.

Le règlement européen vise à encadrer le développement du marché de la titrisation en Europe, identifié comme une opportunité de diversification des sources de financement et de répartition des risques, mais dont le potentiel enjeu systémique a été démontré lors de la crise dite des *subprimes*.

Le texte introduit plusieurs catégories d'obligations nouvelles pour les acteurs, applicables à toutes les titrisations, notamment² : pour les investisseurs institutionnels, des obligations de *due diligence* approfondies (article 5) ; pour les initiateurs, sponsors ou prêteurs initiaux, des obligations de rétention du risque (article 6) et, pour les initiateurs, sponsors et entités de titrisation (en anglais les *securitisation special purpose entities* ou SSPE), des obligations de transparence, par exemple vis-à-vis des investisseurs quant à la nature, la qualité et les performances des expositions sous-jacentes (article 7).

Outre la création d'un cadre général pour la titrisation, le règlement européen prévoit que certaines titrisations puissent faire l'objet d'un label de qualité dit « STS », dès lors qu'elles respectent les critères détaillés aux articles 19 à 22 pour les titrisations autres que des Asset Backed Commercial Paper (ABCP) et aux articles 23 à 26 pour les titrisations³ et programmes ABCP⁴.

Pour vérifier l'éligibilité d'une titrisation au label STS, les acteurs de l'opération peuvent faire appel aux services d'un tiers agréé en vertu de l'article 28 (ci-après « tiers vérificateur »), même si le recours à un tel service n'affecte en aucun cas leur responsabilité pour ce qui est de leurs obligations légales au titre du règlement européen.

Pour pouvoir bénéficier de ce label optionnel et de ses avantages, incluant notamment un traitement prudentiel plus favorable, le règlement impose aux initiateurs et aux sponsors d'adresser à l'ESMA un *reporting* (ci-après « notification STS ») et d'informer l'autorité nationale compétente, à savoir l'AMF pour les établissements domiciliés en France.

Au regard de la compétence dévolue à l'AMF⁵, l'objectif principal de cette série de contrôles SPOT était de s'assurer de la conformité des notifications STS incombant aux initiateurs et aux sponsors dans le cadre d'opérations de titrisation classiques⁶. Ainsi, une attention particulière a été portée : *i) au dispositif visant à déterminer le caractère STS d'une opération et sa notification, ii) au dispositif de contrôle, et iii) au dispositif de retrait du label et son suivi.* Il convient de souligner que les diligences réalisées par la mission ne présument pas de la conformité des opérations considérées à l'intégralité des exigences du label. En outre, si la notification STS doit expliquer la manière dont l'opération satisfait à chacun des critères STS, elle est ensuite publiée sur le site

¹ SPOT : Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique.

² Le texte comporte d'autres dispositions applicables à l'ensemble des titrisations, concernant (i) les exigences relatives à la vente de titrisations aux clients de détail (article 3), (ii) les exigences applicables aux entités de titrisation (« SSPE ») (article 4), (iii) la retitrisation, interdite sauf dans des cas dérogatoires (article 8), (iv) les conditions dans lesquelles sont octroyés les crédits donnant lieu aux expositions titrisées (article 9) et (v) les conditions et procédures applicables aux référentiels des titrisations (articles 10 à 17).

³ Règlement européen, article 2, paragraphe 8 : une « opération de papier commercial adossé à des actifs » ou « opération ABCP » est une titrisation dans le cadre d'un programme ABCP.

⁴ Règlement européen, article 2, paragraphe 7 : un « programme de papier commercial adossé à des actifs » ou « programme ABCP » est un programme de titrisations dans le cadre duquel les titres émis prennent essentiellement la forme de papier commercial adossé à des actifs ayant une échéance initiale inférieure ou égale à un an.

⁵ Voir : Code monétaire et financier, article L.621-20-9 ; ESMA, *list of designated competent authorities under securitisation regulation* (ESMA33-128-777).

⁶ Les opérations de titrisation synthétique ont été exclues du périmètre des investigations.

internet de l'ESMA sans que le superviseur européen ne procède à la vérification des informations renseignées. L'entité en charge de la notification reste responsable de la conformité de l'opération aux exigences du label STS⁷.

Trois années après l'entrée en application du règlement, l'AMF a constaté que les diligences requises en matière de titrisation STS par les PSI du panel présentaient d'importantes insuffisances. La qualité des dispositifs encadrant l'octroi, le contrôle et le retrait du label STS mis en place par les PSI contrôlés présente un niveau de maturité insuffisant, en raison parfois d'une mauvaise compréhension de la réglementation.

Ce document ne constitue ni une position, ni une recommandation. Les pratiques identifiées comme « bonnes » ou « mauvaises » soulignent des approches constatées lors des contrôles et susceptibles de favoriser ou de compliquer le respect de la réglementation en matière de titrisation STS.

⁷ Règlement européen, article 27, paragraphe 2 : « L'initiateur, le sponsor ou la SSPE peut faire appel aux services d'un tiers agréé en vertu de l'article 28, pour vérifier si une titrisation est conforme aux articles 19 à 22 ou aux articles 23 à 26. Toutefois, le recours à un tel service n'affecte en aucun cas la responsabilité de l'initiateur, du sponsor ou de la SSPE pour ce qui est de leurs obligations légales au titre du présent règlement. Le recours à un tel service n'affecte pas les obligations imposées aux investisseurs institutionnels énoncées à l'article 5. »

1. RÉSUMÉ DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS

En premier lieu, l'octroi du label STS à une opération de titrisation suppose la mise en place par le PSI d'un processus permettant d'encadrer la prise de décision afin de respecter les obligations légales et réglementaires découlant d'une telle qualification. La mission de contrôle a constaté des insuffisances dans les dispositifs mis en place par les cinq établissements allant d'un manque de maturité à l'absence de formalisation d'un tel processus pour un établissement.

S'agissant du corps procédural encadrant l'octroi du label STS, la mission de contrôle a constaté que deux établissements ne disposaient pas de procédures dédiées au moment des investigations. Pour les trois autres établissements, le niveau de complétude du corps procédural s'avère hétérogène : seul un établissement disposait au moment du contrôle d'une procédure décrivant la gouvernance, le rôle et les responsabilités des acteurs en précisant des implications opérationnelles directes.

Concernant les comités encadrant l'octroi du label STS, la mission de contrôle a constaté que seul un PSI a mis en place un comité dédié à la qualification STS de ses opérations. Pour les quatre autres établissements, la décision d'utiliser la qualification STS est prise par les opérationnels en charge du montage et de la structuration de l'opération à la suite ou en parallèle des comités encadrant l'activité de titrisation. Pour deux établissements, cette prise de décision n'est pas formalisée.

Par ailleurs, le règlement européen prévoit la possibilité pour l'initiateur, le sponsor ou l'entité de titrisation de faire appel aux services d'un vérificateur tiers agréé même si le recours à un tel service n'affecte en aucun cas la responsabilité de l'initiateur, du sponsor ou de la SSPE pour ce qui est de leurs obligations légales au titre du présent règlement. La mission de contrôle a constaté que quatre PSI sur cinq ont sollicité au moins une fois les services d'un tel acteur.

En deuxième lieu, avant de bénéficier des avantages du label STS pour une opération de titrisation, les établissements doivent adresser une notification à l'ESMA, informer leur autorité nationale compétente et attendre l'ajout de l'opération dans la liste publiée sur le site internet de l'ESMA.

S'agissant de la notification adressée à l'ESMA, la mission de contrôle a constaté que les cinq établissements avaient adressé une notification pour l'intégralité de leurs titrisations STS. En revanche, le délai de notification constaté varie entre un jour et quinze mois. Il convient de rappeler que l'article 7 du règlement dispose que la notification STS fait partie des documents devant être mis à disposition avant la fixation des prix, et que l'article 22 précise que « *la documentation finale est mise à la disposition des investisseurs au plus tard quinze jours après la clôture de l'opération* ». En complément, le Comité mixte des autorités européennes de supervision⁸ du 10 décembre 2021 portant sur le règlement (UE) 2017/2402 précise que la notification STS doit être disponible au moins sous forme d'ébauche, et que seules des modifications mineures peuvent être apportées après la fixation des prix.

Concernant l'information adressée à l'AMF en tant qu'autorité nationale compétente des cinq PSI du panel, la mission de contrôle a constaté de fortes disparités. Ainsi, un établissement n'a adressé aucune information à l'AMF dans le cadre de l'octroi du label STS. Pour deux autres établissements, l'AMF est mise en copie de la notification adressée à l'ESMA pour s'assurer que l'autorité nationale compétente soit simultanément informée. Dans ce cas de figure, les retards dans la déclaration à l'ESMA se sont logiquement répercutés sur les délais d'information de l'AMF. Enfin, deux établissements ont systématiquement informé l'AMF, mais avec des délais très variables : pour l'un d'eux, le délai oscillait entre quelques jours suivant la notification STS et deux ans ; pour le second, l'AMF était informée en moyenne 35 jours après la date d'émission.

⁸ En anglais, le « *Joint Committee of the European Supervisory Authorities* » est un forum visant à renforcer la coopération entre l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers.

En troisième lieu, la mission de contrôle a réalisé des tests visant à vérifier la conformité de certains critères STS dans la documentation juridique des opérations. La mission de contrôle a pu constater, pour quatre PSI sur cinq, que les informations figurant dans les documents analysés étaient cohérentes avec celles qui étaient fournies dans la notification adressée à l'ESMA, et répondaient aux exigences des dispositions réglementaires susmentionnées. Pour le cinquième PSI, la mission de contrôle a également conclu que les informations se trouvant dans les documents analysés étaient cohérentes avec celles fournies dans la notification adressée à l'ESMA. Toutefois, pour deux opérations, la mission a constaté que le label STS avait été octroyé alors même qu'elles ne disposaient pas d'entité de titrisation. Il est donc rappelé qu'au regard de l'article 24.1 du règlement européen, toute opération de titrisation classique labellisée STS doit disposer d'une entité de titrisation.

En quatrième lieu, la mission de contrôle a analysé le dispositif de contrôle encadrant la thématique de la titrisation STS, en s'appuyant sur les articles 22 du règlement délégué 2017/565, L.533-10 du Code monétaire et financier (CMF) et 312-1 du règlement général de l'AMF. Une distinction est opérée entre les contrôles réalisés en amont et en aval de la notification STS et de l'octroi du label.

S'agissant des contrôles en amont de la notification, la mission a constaté que la réalisation de contrôles afin de s'assurer de la conformité de l'opération aux exigences du label n'était pas systématique. Trois PSI réalisent des contrôles *ex ante*, mais ces derniers se limitent à des contrôles de premier niveau. Pour les deux autres PSI, aucun contrôle *ex ante* n'est réalisé. À ce titre, il convient de rappeler que le PSI demeure responsable de la notification STS et de la conformité de l'opération aux exigences du label. De ce fait, le recours à un vérificateur tiers agréé ou d'un cabinet d'avocat externe ne saurait justifier l'absence de contrôle. Par ailleurs, aucun établissement du panel ne réalise de contrôle de deuxième niveau en amont de l'octroi du label.

Concernant les contrôles en aval de la notification, le dispositif de contrôles ex-post des PSI contrôlés est partiellement satisfaisant. Seuls deux PSI réalisent des contrôles à la suite de l'octroi du label. Toutefois, il s'agit uniquement de contrôles de premier niveau, qui ne reposent, pour l'un d'eux, que sur la documentation juridique des opérations. Les trois autres PSI ne réalisent aucun contrôle intégrant les spécificités du label une fois que celui-ci a été octroyé. De ce fait, l'absence de contrôle encadrant l'octroi du label est de nature à entraver la détection d'événements qui seraient susceptibles de remettre en cause la conformité d'une opération aux critères STS. Par ailleurs, aucun PSI du panel ne réalise de contrôle de deuxième niveau à la suite de l'octroi du label.

Enfin, la mission de contrôle a analysé le dispositif de retrait du label et son suivi. L'article 27 du règlement européen dispose que l'initiateur ou le sponsor doivent immédiatement notifier l'ESMA et informer les autorités compétentes dès lors qu'une opération de titrisation n'est plus conforme aux exigences du label STS. S'agissant du dispositif de retrait du label et son suivi, des disparités importantes ont pu être observées au sein du panel, indépendamment de l'importance de la titrisation STS et du nombre d'opérations devenues inéligibles au label. Trois établissements du panel se sont dotés d'un dispositif de retrait du label et du suivi de ce dernier, dont les deux PSI ayant été amenés à notifier l'ESMA de la non-conformité de certaines de leurs opérations aux exigences du label. Les deux autres PSI ne disposent pas de dispositif de retrait du label et du suivi de ce dernier. Le premier considère que ce cas de figure n'a que peu de chances de se produire en raison du caractère statique de plusieurs critères ; le second justifie l'absence de dispositif par le faible nombre d'opérations labellisées.

2. CONTEXTE ET PÉRIMÈTRE

2.1. Présentation de l'échantillon de PSI contrôlés

Ces contrôles SPOT ont été réalisés conjointement auprès de cinq établissements de crédit agréés pour fournir des services d'investissement.

Les critères qui ont présidé au choix des cinq établissements sélectionnés par la mission sont les suivants :

- des établissements ayant déclaré utiliser la qualification STS pour certaines de leurs titrisations ;
- des établissements avec une taille significative ;
- un incident et/ou une incohérence ont pu, pour certains établissements du panel, être constatés.

Les opérations de titrisation synthétiques ont été exclues du périmètre des investigations.

Il convient de souligner l'hétérogénéité des établissements sélectionnés à plusieurs égards :

- Tout d'abord, bien que les cinq PSI du panel aient une taille significative, d'importantes disparités subsistent, notamment eu égard au PNB respectif des établissements ;
- Le développement de l'activité de titrisation en général, et de la titrisation STS en particulier, est très inégal selon les établissements, comme en atteste le nombre d'opérations labellisées sur la période considérée (entre 2 et 101 opérations) ;
- Les opérations de titrisation peuvent être de différentes natures : d'une part, elles peuvent être publiques⁹ ou privées¹⁰ ; d'autre part, il peut s'agir d'opérations ABCP¹¹, s'inscrivant dans un programme ABCP¹², ou d'opérations non ABCP¹³. Les obligations réglementaires peuvent varier selon la nature de l'opération ;
- Enfin, les cinq établissements ne jouent pas le même rôle dans les opérations de titrisation. En effet, au sein du panel figurent trois sponsors, un arrangeur¹⁴ et un initiateur.

L'hétérogénéité du panel peut donc expliquer la diversité de certaines pratiques constatées.

Tableau 1 : Activité des PSI du panel

	PSI A	PSI B	PSI C	PSI D	PSI E
Rôle	Arrangeur	Sponsor	Initiateur	Sponsor	Sponsor
Nombre d'opérations de titrisation labellisées STS	5	3	2	31	101
Dont des opérations ABCP	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
Dont des opérations non ABCP	Oui	Non	Oui	Non	Non

⁹ Opération ayant fait l'objet d'un prospectus établi conformément à la directive 2003/71/CE du Parlement Européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation. Le seuil national à partir duquel une offre de titres doit en France faire l'objet d'un prospectus est relevé à 8 millions d'euros (CMF, L. 411-2-1, 1°). Cette mesure s'accompagne de l'obligation d'établir, sous ce seuil, un document d'information synthétique pour les offres de titres non cotés ouvertes au public.

¹⁰ Opération n'ayant pas fait l'objet d'un prospectus établi conformément à la directive 2003/71/CE du Parlement Européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation. Les titrisations privées sont souvent des titrisations sur mesure. Dans de tels cas, les investisseurs sont en contact direct avec l'initiateur et /ou le sponsor et reçoivent directement de leur part les informations nécessaires à l'exercice d'une diligence appropriée. Les titrisations privées sont donc exemptées de l'obligation de notifier les informations concernant l'opération à un référentiel de titrisations contrairement aux opérations publiques.

¹¹ « Une titrisation dans le cadre d'un programme ABCP » au sens de l'article 2 du Règlement européen. Titres de créance de court terme (échéance inférieure ou égale à un an) émis par un conduit pour refinancer des actifs spécifiques achetés à un établissement financier.

¹² « Un programme de titrisations dans le cadre duquel les titres émis prennent essentiellement la forme de papier commercial adossé à des actifs ayant une échéance initiale inférieure ou égale à un an » au sens de l'article 2 du Règlement européen.

¹³ Toute autre opération ne pouvant pas être qualifiée d'ABCP.

¹⁴ Entité, généralement une banque, en charge de structurer l'opération de titrisation, d'évaluer le pool des créances et les caractéristiques des titres à émettre, afin de concilier les objectifs des cédants et les intérêts des investisseurs. L'arrangeur, qui peut être sélectionné par le cédant à la suite d'un appel d'offres, propose à l'initiateur une structure de l'opération.

2.2. Thèmes et méthodologie appliquée

Les thèmes abordés dans le cadre de ces contrôles ont été les suivants :

- Le dispositif visant à déterminer le caractère STS d'une opération et sa notification. Plus précisément, une attention particulière a été portée d'une part, à l'activité de titrisation de chacun des établissements dans sa globalité, d'autre part, à l'organisation et la gouvernance du dispositif précité, notamment *i) les comités dédiés, ii) les acteurs participant au montage d'une opération de titrisation, iii) le recours éventuel à un tiers vérificateur, iv) la notification de l'opération aux autorités compétentes* ;
- Le dispositif de contrôle, en distinguant les contrôles de premier, deuxième et troisième niveau, réalisés en amont et en aval de la notification STS ;
- Le dispositif de retrait du label pour les opérations devenues inéligibles à ce dernier, et son suivi.

Pour chaque établissement contrôlé, la mission a notamment analysé :

- La documentation existante relative au dispositif de titrisation, et plus précisément ayant trait au label STS ;
- La documentation juridique afférente aux opérations STS ;
- Le rapport du tiers vérificateur lorsque l'établissement a fait le choix de recourir à ce dernier, ou la *gap analysis* lorsque celle-ci existe, dont l'objectif est de déterminer si l'opération est conforme aux exigences du label ;
- La notification STS adressée à l'ESMA.

De plus, afin d'approfondir ses investigations et d'apprécier la mise en œuvre opérationnelle des obligations et dispositifs pré-mentionnés, la mission a procédé à des tests visant à vérifier la reprise de certains critères STS dans la documentation juridique des opérations.

Pour les établissements disposant de moins de dix opérations labellisées STS, soit 3 PSI parmi les 5 du panel, les tests ont porté sur l'intégralité des opérations. Dans les autres cas, une sélection a été opérée par la mission de contrôle pour constituer un échantillon comportant 10 ou 11¹⁵ opérations. La sélection a été opérée de façon aléatoire.

Les tests se sont déroulés en deux phases :

- Dans un premier temps, les tests ont porté sur la matérialité de l'analyse STS. En effet, la mission de contrôle a vérifié que l'intégralité des critères STS avait été prise en compte pour s'assurer de la conformité d'une opération aux exigences du label ;
- Dans un second temps, la mission a sélectionné plusieurs critères relatifs à la simplicité, à la transparence et à la standardisation, pouvant s'appliquer à toute opération, quelle que soit sa nature (publique ou privée, ABCP ou non ABCP), et a confronté les informations renseignées dans la notification STS adressée à l'ESMA pour chacun des critères retenus, avec *a minima* le prospectus pour les opérations publiques et la documentation juridique pour les opérations privées. De plus, ces informations ont été comparées au rapport du tiers vérificateur lorsque l'établissement a fait le choix de recourir à ce dernier, ou à la *gap analysis* lorsque celle-ci existe.

Il est précisé que ces tests n'avaient pas vocation à se prononcer sur la conformité des opérations considérées à l'intégralité des exigences du label, mais de s'assurer que les informations se trouvant dans les documents analysés étaient cohérentes avec celles fournies dans la notification adressée à l'ESMA, et répondaient aux exigences des dispositions réglementaires pertinentes au regard de ces tests.

¹⁵ L'échantillon initial était de 10 opérations. Une opération supplémentaire a été ajoutée. Il s'agit d'une opération ABCP dont le PSI est sponsor, et qui n'a pu être retenue pour un autre PSI du panel car il est initiateur de cette opération. Pour rappel, seul le sponsor est responsable de la notification STS d'une opération ABCP (SECR, article 7(1)).

2.3. Réglementation applicable

La mission de contrôle s'est notamment appuyée sur :

- le règlement (UE) 2017/2402 (ci-après « **règlement européen**¹⁶ ») ;
- le règlement délégué 2017/565 (ci-après « **RD 2017/565** ») ;
- le code monétaire et financier (**CMF**) ;
- le règlement général de l'AMF (**RG AMF**).

Dispositif visant à déterminer le caractère STS d'une opération et sa notification

- **Article 2 du règlement européen** relatif aux définitions de notions clés intervenant dans le règlement, tels que l'entité de titrisation, l'initiateur, le sponsor, le programme ABCP, l'opération ABCP, l'organe de gestion et le référentiel des titrisations ;
- **Article 6 du règlement européen** relatif à la rétention du risque, en particulier l'obligation pour l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial d'une titrisation de conserver en permanence un intérêt économique net significatif d'au moins 5% dans ladite titrisation ;
- **Article 7 du règlement européen** concernant notamment l'obligation pour l'initiateur, le sponsor et l'entité de titrisation (ci-après « SSPE ») de mettre à disposition des détenteurs d'une position de titrisation, des autorités compétentes et, sur demande, des investisseurs potentiels, au minimum certaines informations, dont la notification STS. Celle-ci doit être mise à disposition avant la fixation des prix ;
- **Article 18 du règlement européen** relatif aux exigences que les initiateurs, les sponsors et les SSPE doivent satisfaire pour pouvoir utiliser, pour leurs titrisations, la désignation « STS » ;
- **Titrisations STS non ABCP**
 - **Article 19 du règlement européen** portant sur les exigences qu'une titrisation doit satisfaire pour être considérée comme étant STS ;
 - **Article 20 du règlement européen** portant sur les exigences relatives à la simplicité, telles que l'acquisition par la SSPE de la propriété des expositions sous-jacentes au moyen d'une cession parfaite, l'homogénéité des actifs sous-jacents, ou l'impossibilité que les expositions sous-jacentes incluent des positions de titrisation ;
 - **Article 21 du règlement européen** portant sur les exigences relatives à la standardisation telles que l'obligation de satisfaire à l'exigence de rétention du risque conformément à l'article 6, et les informations que doivent préciser les documents relatifs à l'opération (mesures correctives et actions en matière de retard et de défaut de paiement des débiteurs, de restructuration de dettes, de dispense temporaire de remboursement...) ;
 - **Article 22 du règlement européen** portant sur les exigences relatives à la transparence, telle que la mise à disposition des investisseurs potentiels, avant la fixation des prix, des données statistiques et dynamiques relatives aux performances passées concernant des expositions sensiblement similaires à celles qui sont titrisées. Ces données doivent couvrir une période d'au moins cinq ans ;
- **Titrisations STS ABCP**
 - **Article 23 du règlement européen** relatif aux exigences que doivent satisfaire une opération ABCP et un programme ABCP pour être considérés STS ;
 - **Article 24 du règlement européen** relatif aux exigences au niveau de l'opération ABCP, telles que l'acquisition par la SSPE de la propriété des expositions sous-jacentes au moyen d'une cession parfaite, l'homogénéité des actifs sous-jacents, ou l'impossibilité que les expositions sous-jacentes incluent des positions de titrisation ;
 - **Article 25 du règlement européen** concernant le sponsor des programmes ABCP, qui est notamment un fournisseur de facilité de trésorerie, et qui fournit un soutien à toutes les positions de titrisation au niveau du programme ABCP en couvrant les risques de liquidité et de crédit, et les risques importants de dilution des expositions titrisées ;

¹⁶ SECR : « *Securitization regulation* ».

- **Article 26 du règlement européen** qui précise notamment que la durée de vie résiduelle moyenne pondérée des expositions sous-jacentes d'un programme ABCP n'excède pas deux ans, que le programme ABCP est entièrement soutenu par un sponsor, et qu'il ne contient aucune retitrisation ;
- **Article 27 du règlement européen** concernant les exigences relatives à la notification STS. Il est notamment précisé que les initiateurs et les sponsors adressent conjointement à l'ESMA une notification STS dès lors que la titrisation peut être considérée comme étant STS. Dans le cadre d'une opération ABCP et d'un programme ABCP, seul le sponsor est responsable de la notification STS. De plus, les initiateurs et les sponsors d'une titrisation informent les autorités compétentes dont ils relèvent de la notification STS, à savoir l'AMF pour les établissements résidant en France ;
- **Article 28 du règlement européen** concernant la vérification, par un vérificateur tiers agréé, de la conformité d'une opération de titrisation avec les critères STS ;
- **Article L.533-10 II-1 du CMF** relatif à la mise en place, par les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, de règles et procédures permettant de garantir le respect des dispositions qui leur sont applicables.

Dispositif de contrôle

- **Article 27 du règlement européen** concernant les exigences relatives à la notification STS, et qui indique que l'initiateur, le sponsor ou la SSPE peut faire appel aux services d'un vérificateur tiers agréé pour évaluer si la titrisation peut être considérée comme étant STS ;
- **Article 28 du règlement européen** concernant la vérification par un vérificateur tiers agréé de la conformité d'une opération de titrisation avec les critères STS ;
- **Article L.533-10 II-1 du CMF** relatif à la mise en place, par les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, de règles et procédures permettant de garantir le respect des dispositions qui leur sont applicables ;
- **Article 22 du règlement délégué 2017/565** relatif aux exigences organisationnelles et conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement, et qui indique notamment que les entreprises d'investissement établissent et gardent opérationnelle en permanence une fonction de vérification de la conformité efficace qui fonctionne de manière indépendante ;
- **Article 312-1 du RG AMF**, qui indique que le prestataire de services d'investissement met en œuvre le dispositif de conformité et les dispositions en matière de responsabilité des instances dirigeantes prévus respectivement aux articles 22 et 25 du règlement délégué 2017/565.

Dispositif de retrait des opérations devenues inéligibles au label STS

- **Article 27 du règlement européen** concernant les exigences relatives à la notification STS, et qui indique que l'initiateur et le sponsor doivent notifier l'ESMA dès lors qu'une opération de titrisation ne peut plus être considérée comme étant STS ;
- **Article 28 du règlement européen** concernant la vérification par un vérificateur tiers agréé de la conformité d'une opération de titrisation avec les critères STS ;
- **Article L.533-10 II-1 du CMF** relatif à la mise en place, par les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, de règles et procédures permettant de garantir le respect des dispositions qui leur sont applicables.

3. CONSTATS ET ANALYSE

À titre liminaire, il convient de souligner que, si les PSI du panel disposent d'un corps procédural et de comités encadrant les opérations de titrisation, notamment au regard des délégations de crédit, les dispositifs mis en place par les établissements encadrant l'octroi, le suivi, le contrôle et le retrait de la qualification STS présentent des disparités importantes. Alors que certains établissements ont mis en place un dispositif propre à la qualification STS des opérations de titrisation, deux PSI sur cinq ne disposaient pas de procédure au moment des investigations.

En outre, les dispositifs de contrôle des cinq PSI du panel présentent un niveau de maturité insuffisant, même si certains établissements ont conçu un dispositif de contrôle encadrant l'octroi du label STS. En revanche, aucun établissement ne dispose d'un dispositif de contrôle permettant le suivi des critères STS tout au long de la vie des opérations.

3.1. Le dispositif visant à déterminer le caractère STS d'une opération et sa notification

3.1.1. Comités et corps procédural associé

D'une manière générale, l'entrée en vigueur du règlement européen introduisant un cadre spécifique pour les titrisations STS n'a pas conduit les établissements à modifier le circuit de décision pour les opérations de titrisation. Les cinq établissements ont décidé de créer un processus de qualification des opérations en parallèle, ou simplement d'actualiser leur documentation interne.

Les cinq établissements du panel ne disposent pas tous de procédures dédiées au thème de la titrisation STS. Deux établissements ne disposaient pas de procédures encadrant l'octroi du label STS au moment des investigations. Il convient toutefois de noter que pour l'un d'entre eux, des documents avaient été formalisés et mis à la disposition des équipes en charge des opérations.

Pour les trois autres établissements, le niveau de robustesse des procédures apparaît hétérogène. Seul un établissement disposait au moment du contrôle d'une procédure décrivant la gouvernance, le rôle et les responsabilités des acteurs en précisant des implications opérationnelles directes.

Concernant les comités encadrant l'octroi du label, seul un établissement sur cinq a mis en place un comité dédié à la qualification STS des opérations, en parallèle des comités encadrant les risques liés aux activités de titrisation et du processus de revue de crédit habituel. Pour les quatre autres établissements, le choix de se prévaloir du label STS n'intervient pas lors d'un comité, il est pris par les opérationnels en charge de l'opération à la suite ou en parallèle du processus de décision classique relatif aux activités de titrisations. Si pour deux des quatre établissements, la volonté de l'établissement de labelliser l'opération peut apparaître au sein des documents opérationnels échangés lors d'un comité (sans que cela soit à proprement parler formalisé), aucune formalisation de cette prise de décision n'apparaît au sein des comités des deux autres établissements.

✓ Bonne pratique

- Mettre en place un comité dédié au thème de la titrisation STS.

3.1.2. Recours éventuel à un vérificateur tiers agréé

L'article 27 du règlement européen prévoit la possibilité, pour l'initiateur, le sponsor ou la SSPE, de recourir à un tiers vérificateur pour s'assurer de la conformité d'une opération de titrisation aux critères STS. Toutefois, le recours à un tel service n'affecte en aucun cas la responsabilité de l'initiateur, du sponsor ou de la SSPE s'agissant de leurs obligations au titre du Règlement européen : ils demeurent responsables de la conformité de l'opération aux exigences du label.

En cas de recours à un tiers vérificateur, la notification STS contient une mention précisant que la conformité avec les critères STS a été confirmée par ce tiers agréé.

À ce jour, deux acteurs se partagent ce marché en Europe : PCS, agréé par l'AMF, et SVI, agréé par la BaFin.

Il a été observé que, parmi les établissements du panel, le recours à un tiers vérificateur est une pratique courante, puisque quatre PSI sur cinq en ont sollicité un au moins une fois. Cette pratique est considérée comme sécurisante pour l'opération, faciliterait le travail d'analyse de la conformité avec les critères STS, et serait plus rassurante pour les investisseurs. Le travail de vérification est essentiellement réalisé à partir de la documentation juridique et contractuelle de l'opération. À l'issue de son analyse, le tiers externe transmet à l'établissement son rapport de vérification, qui est également disponible sur son site internet. S'il s'agit d'une opération publique, l'établissement met ce rapport à disposition des investisseurs sur un référentiel des titrisations, en l'occurrence European Data Warehouse (ci-après « EDW »)¹⁷ pour les établissements du panel concernés.

Cependant, cette pratique n'est pas systématique. Le recours à un tiers vérificateur concerne en effet essentiellement les opérations publiques. Pour les opérations privées, les établissements du panel font davantage appel à un cabinet juridique externe pour la réalisation d'une *gap analysis*, voire capitalisent sur le travail effectué précédemment par un tiers vérificateur sur une de leurs opérations publiques.

Tableau 2 : Activité des PSI du panel

	PSI A	PSI B	PSI C	PSI D	PSI E
Recours à un tiers vérificateur à l'initiative du PSI¹⁸	OUI	NON	OUI	OUI	NON
Nombre d'opérations retenues dans l'échantillon	5	3	2	11	10
Part des opérations ayant fait l'objet d'une analyse par un tiers vérificateur¹⁹	80%	100% ²⁰	50%	45%	0%

✓ **Rappel réglementaire**

- L'initiateur, le sponsor ou la SSPE peut faire appel à un tiers vérificateur. Toutefois, l'entité demeure responsable de la conformité de l'opération de titrisation aux exigences du label STS (article 27 du Règlement européen).

✓ **Bonne pratique**

- Faire appel à un tiers vérificateur pour s'assurer de la conformité d'une opération de titrisation aux exigences du label STS et minimiser ainsi le risque d'anomalies.

¹⁷ Un référentiel des titrisations est un espace dédié permettant la conservation des reporting mensuels de toute opération publique. Les titrisations privées sont exemptées de l'obligation de recourir à un référentiel des titrisations, mais pas de l'obligation de mettre à disposition l'ensemble de la documentation relative à l'opération.

¹⁸ Toutes les opérations considérées ont fait l'objet d'une analyse de la part d'un tiers vérificateur, cependant, dans le cas du PSI B, ce travail n'a pas été réalisé à l'initiative de ce PSI, intervenant comme sponsor de chacune des opérations, mais de l'initiateur.

¹⁹ La mission de contrôle s'est appuyée sur les opérations retenues dans l'échantillon, qui n'intègre donc pas l'intégralité des opérations STS pour les PSI D et E en raison de l'importance du nombre d'opérations labellisées.

²⁰ Toutes les opérations considérées ont fait l'objet d'une analyse de la part d'un tiers vérificateur, cependant ce travail n'a pas été réalisé à l'initiative du PSI, qui est sponsor de chacune des opérations, mais de l'initiateur.

3.1.3. Notification de l'opération aux autorités compétentes

Notification STS adressée à l'ESMA

Lorsqu'ils font le choix de se prévaloir du label STS, l'article 27 du règlement européen dispose que les initiateurs et les sponsors doivent adresser à l'ESMA une notification lorsqu'une opération de titrisation non-ABCP est conforme aux critères STS. En revanche, seul le sponsor est responsable de la notification STS dans le cadre d'une opération ABCP ou d'un programme ABCP. C'est la raison pour laquelle l'un des PSI, initiateur de deux opérations STS, n'a procédé à la notification que d'une seule de ses opérations ; la seconde a été notifiée par le sponsor conformément aux dispositions réglementaires.

L'ESMA met à disposition des établissements un document type reprenant les différents critères à satisfaire selon le type d'opération (publique/privée, ABCP/non-ABCP). Pour chacun d'eux, l'établissement doit fournir une justification permettant d'apprécier la conformité de l'opération.

Si toutes les opérations STS analysées par la mission de contrôle ont effectivement été notifiées à l'ESMA, le délai de notification est toutefois fortement variable (entre un jour et quinze mois).

À cet égard, plusieurs établissements ont indiqué qu'aucun délai n'était précisé dans le règlement européen. Il convient néanmoins de rappeler que l'article 7 du règlement européen dispose que la notification STS fait partie des documents devant être mis à disposition avant la fixation des prix, et que l'article 22 du règlement européen précise que « la documentation finale est mise à la disposition des investisseurs au plus tard quinze jours après la clôture de l'opération ». En complément, le Comité mixte des autorités européennes de supervision du 10 décembre 2021²¹ portant sur le Règlement (UE) 2017/2402 précise que la notification STS doit être disponible au moins sous forme d'ébauche, et que seules des modifications mineures peuvent être apportées après la fixation des prix.

Tableau 3 : Activité des PSI du panel

	PSI A	PSI B	PSI C	PSI D	PSI E
Nombre d'opérations STS de l'échantillon notifiées à l'ESMA	5	3	1 ²²	9 ²³	10
Nombre d'opérations STS notifiées à l'ESMA dans un délai de quinze jours	5	0	1	4	6
Nombre d'opérations STS notifiées à l'ESMA dans un délai supérieur à quinze jours	0	3	0	5	4
Part des opérations STS notifiées à l'ESMA dans un délai de quinze jours	100%	0%	100%	56%	60%

Depuis le 3 février 2022, l'ESMA a mis en place un processus automatisé visant à faciliter les notifications, et les met à disposition sur son site internet dans un nouveau registre STS. Ce nouveau registre remplace donc désormais la solution provisoire d'une liste sur le site internet de l'ESMA.

Information de l'autorité nationale compétente

L'article 27 dispose également que, pour se prévaloir du label STS, l'autorité nationale compétente, à savoir l'AMF pour les établissements ayant leur siège social en France, doit être informée de la notification adressée à l'ESMA. À cet égard, de nombreuses disparités ont également été observées :

²¹ Joint Committee Q&As relating to the Securitisation Regulation (EU) 2017/2402.

²² Comme indiqué précédemment, le PSI est initiateur de deux opérations STS, mais l'une d'elles étant une opération ABCP dans un programme ABCP, celle-ci a été notifiée à l'ESMA par le sponsor.

²³ L'échantillon était initialement de 11 opérations, mais deux d'entre elles ont été écartées pour l'analyse de la notification aux autorités compétentes car leur émission est antérieure à l'entrée en vigueur du SECR et ont bénéficié, à ce titre, de la clause d'antériorité.

- Un établissement sur 5 n'a pas informé l'AMF pour l'utilisation du label STS ;
- Deux établissements mettent l'AMF en copie de la notification adressée à l'ESMA pour s'assurer que l'autorité nationale compétente soit informée. Dans ce cas de figure, les retards dans la déclaration à l'ESMA se répercutent également sur les délais d'information à l'AMF;
- Deux établissements ont systématiquement informé l'AMF, mais avec des délais fortement variables. En effet, pour l'un d'eux, le délai oscille entre quelques jours suivant la notification STS et deux ans ; pour le second, les opérations notifiées à l'ESMA après le délai de quinze jours l'ont été en moyenne 35 jours après la date d'émission.

La diversité des pratiques observées tant au sein d'un même établissement qu'entre les PSI du panel peut s'expliquer par le fait que seuls trois PSI disposent de procédures ou de documents précisant les modalités opérationnelles de notification et d'information aux autorités compétentes. En revanche, aucun établissement du panel n'a formalisé les délais à respecter à cet égard.

Par ailleurs, l'AMF dispose d'une adresse générique (STS@amf-france.org), qu'il convient d'utiliser en lieu et place des interlocuteurs habituels des établissements au sein de l'AMF.

Tableau 4 : Activité des PSI du panel

	PSI A	PSI B	PSI C	PSI D	PSI E
Nombre d'opérations STS retenues dans l'échantillon dont l'AMF a été informée de la labellisation	5	0	1	9	10
Nombre d'opérations STS dont l'AMF a été informée de la labellisation dans un délai de quinze jours	3	NA	1	2	6
Nombre d'opérations STS dont l'AMF a été informée dans un délai supérieur à 15 jours	2	NA	NA	7	4
Part des opérations STS dont l'AMF a été informée de la labellisation dans un délai de quinze jours	66%	NA	100%	29%	60%

✓ **Rappels réglementaires**

- Lorsqu'ils font le choix de se prévaloir du label STS, les initiateurs et les sponsors doivent adresser à l'ESMA une notification lorsqu'une opération de titrisation non-ABCP est conforme aux critères STS. En revanche, seul le sponsor est responsable de la notification STS dans le cadre d'une opération ABCP ou d'un programme ABCP (article 27 du règlement européen) ;
- La notification STS fait partie des documents devant être mis à disposition avant la fixation des prix (article 7 du règlement européen) ;
- La documentation finale est mise à la disposition des investisseurs au plus tard quinze jours après la clôture de l'opération (article 22 du règlement européen) ;
- L'autorité nationale compétente doit être informée de la notification STS pour chaque opération labellisée (article 27 du règlement européen)

✓ **Bonnes pratiques**

- Lors de l'information à l'AMF en tant qu'autorité nationale compétente, inclure la notification STS adressée à l'ESMA ;
- Automatiser l'envoi de la notification ;
- Préciser dans une procédure les modalités opérationnelles et les délais de notification à l'ESMA et d'information à l'autorité nationale compétente.

3.1.4. Réalisation de vérifications sur les opérations STS

Afin d'approfondir ses investigations et d'apprécier la mise en œuvre opérationnelle des obligations et dispositifs précédemment mentionnés, la mission a procédé à des tests visant à vérifier la reprise de certains critères STS dans la documentation juridique des opérations.

Pour les établissements disposant de moins de dix opérations labellisées STS²⁴, les tests ont porté sur l'intégralité des opérations. Dans les autres cas, une sélection aléatoire a été opérée par la mission de contrôle pour constituer un échantillon comportant 10 ou 11²⁵ opérations²⁶.

Les tests se sont déroulés en deux phases :

- dans un premier temps, ils ont porté sur la matérialité de l'analyse STS. La mission de contrôle a en effet vérifié que l'intégralité des critères STS avait été prise en compte pour s'assurer de la conformité d'une opération aux exigences du label ;
- dans un second temps, la mission a sélectionné plusieurs critères relatifs à la simplicité, à la transparence et à la standardisation, pouvant s'appliquer à toute opération STS, quelle que soit sa nature (publique ou privée, ABCP ou non ABCP), et a confronté les informations renseignées dans la notification STS adressée à l'ESMA pour chacun des critères retenus, avec *a minima* le prospectus pour les opérations publiques et la documentation juridique pour les opérations privées. De plus, ces informations ont été comparées au rapport du tiers vérificateur lorsque l'établissement a fait le choix de recourir à ce dernier, ou à la *gap analysis* lorsque celle-ci existe.

- **Pour les critères de simplicité :**

- o Article 20.6 (opérations non-ABCP) ou 24.6 (opérations ABCP) du règlement (UE) 2017/2402 : « *Le vendeur fournit les déclarations et garanties en vertu desquelles, au mieux de ses connaissances, les expositions sous-jacentes incluses dans la titrisation ne sont ni grevées ni dans un état susceptible d'avoir une incidence négative sur l'opposabilité de la cession parfaite, ou de la cession ou du transfert ayant le même effet juridique* »
- o Article 20.7 (opérations non-ABCP) ou 24.7 (opérations ABCP) du règlement (UE) 2017/2402 : « *Les expositions sous-jacentes transférées du vendeur à la SSPE, ou cédées par le vendeur à ladite SSPE, satisfont à des critères d'éligibilité prédéterminés, clairs et documentés qui ne permettent pas une gestion de portefeuille active de ces expositions sur une base discrétionnaire* » ;
- o Article 20.8 (opérations non-ABCP) ou 24.15 ([opérations ABCP]) du règlement (UE) 2017/2402 : « *La titrisation est adossée [Les opérations ABCP sont adossées] à un panier d'expositions sous-jacentes qui sont homogènes en termes de types d'actifs, compte tenu des caractéristiques spécifiques relatives aux flux de trésorerie du type d'actifs, y compris leurs caractéristiques contractuelles, de risque de crédit et de remboursement anticipé. Un panier d'expositions sous-jacentes n'est composé que d'un seul type d'actifs* » ;

²⁴ PSI A, B et C.

²⁵ L'échantillon initial était de 10 opérations. Une opération supplémentaire a été ajoutée. Il s'agit d'une opération ABCP dont le PSI est sponsor, et qui n'a pu être retenue pour un autre PSI du panel qui est initiateur de cette opération. Pour rappel, seul le sponsor est responsable de la notification STS d'une opération ABCP.

²⁶ Les opérations ayant fait l'objet d'un retrait du label n'ont pas été exclues de l'échantillon contrôlé.

- Article 20.9 (opérations non-ABCP) ou 24.8 (opérations ABCP) du règlement (UE) 2017/2402 :
« Les expositions sous-jacentes n'incluent aucune position de titrisation ».
- **Pour les critères de transparence :**
 - Article 22.1 (opérations non-ABCP) ou 24.14 ([opérations ABCP]) du règlement (UE) 2017/2402 :
« L'initiateur et le sponsor mettent à la disposition des investisseurs potentiels, avant la fixation des prix, les données statiques et dynamiques relatives aux performances passées en matière de défaut et de perte, telles que les données sur les retards et les défauts de paiement, concernant des expositions sensiblement similaires à celles qui sont titrisées, ainsi que les sources de ces données et les éléments sur lesquels se fonde la revendication de la similarité. Ces données couvrent une période d'au moins cinq ans [Toutes ces données couvrent une période d'au moins cinq ans, à l'exception des données relatives aux créances commerciales et à d'autres créances à court terme, pour lesquelles la période historique couverte est d'au moins trois ans] ».
- **Pour les critères de standardisation :**
 - Article 21.1 (opérations non-ABCP) ou 25.5 ([opérations ABCP]) du règlement (UE) 2017/2402 :
« L'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial satisfait à l'exigence de rétention du risque conformément à l'article 6 » [« Le vendeur, au niveau d'une opération, ou le sponsor, au niveau du programme ABCP, satisfait à l'exigence de rétention du risque visée à l'article 6. »] ;
 - Article 21.2 (opérations non-ABCP) ou 24.12 (opérations ABCP) du règlement (UE) 2017/2402 :
« Le risque de taux d'intérêt et le risque de change découlant de la titrisation sont atténués de manière appropriée et toute mesure prise à cet effet est rendue publique » ;
 - Article 21.9 (opérations non-ABCP) ou 24.13 (opérations ABCP) du règlement (UE) 2017/2402 :
« Les documents relatifs à l'opération précisent, en termes clairs et cohérents, les définitions, les mesures correctives et les actions en matière de retard et de défaut de paiement des débiteurs, de restructuration de dettes, d'annulation de dettes, de renégociations, de dispense temporaire de remboursement, de pertes, de radiation, de recouvrement et autres mesures correctives visant à assurer la performance des actifs ».

Il est rappelé que ces tests n'avaient pas vocation à se prononcer sur la conformité des opérations considérées à l'intégralité des exigences du label STS, mais de s'assurer que les informations se trouvant dans les documents analysés étaient cohérentes avec celles fournies dans la notification adressée à l'ESMA, et répondaient aux exigences des dispositions réglementaires pertinentes au regard de ces tests.

Les vérifications opérées ont permis d'aboutir aux résultats suivants :

- La mission de contrôle a pu constater, pour quatre PSI sur cinq, que les informations figurant dans les documents analysés étaient cohérentes avec celles fournies dans la notification adressée à l'ESMA, et répondaient aux exigences des dispositions réglementaires susmentionnées ;
- Pour le cinquième PSI, la mission de contrôle a également conclu que les informations se trouvant dans les documents analysés étaient cohérentes avec celles fournies dans la notification adressée à l'ESMA. Toutefois, pour deux opérations, la mission a constaté que le label STS avait été octroyé alors même qu'elles ne disposaient pas d'entité de titrisation. Ce constat est commun à neuf opérations de titrisation ayant fait l'objet d'un retrait du label pour ce motif suite à des échanges avec l'AMF préalables au lancement de la mission de contrôle. **Il est donc rappelé qu'au regard de l'article 24.1 du règlement européen²⁷, toute opération de titrisation labellisée STS doit disposer d'une entité de titrisation.**

²⁷ Et des considérants 22 et 24 du règlement européen

✓ **Rappel réglementaire**

- Une opération de titrisation STS classique doit disposer d'une entité de titrisation (le « SSPE »), qui acquiert la propriété des expositions sous-jacentes au moyen d'une cession parfaite, ou d'une cession ou d'un transfert ayant le même effet juridique (article 24.1 du règlement européen).

3.2. Le dispositif de contrôle

La mission a analysé le dispositif de contrôle encadrant la thématique de la titrisation STS (contenu, modalités), en s'appuyant sur les articles 22 du RD 2017/565, L.533-10 du CMF et 312-1 du RG AMF. Une distinction est opérée entre les contrôles réalisés en amont et en aval de la notification STS et de l'octroi du label.

L'entrée en vigueur du règlement européen a conduit à une évolution inégale du dispositif de contrôle des établissements du panel, et ce, indépendamment du nombre d'opérations de titrisation bénéficiant du label.

	Nature du contrôle	PSI A	PSI B	PSI C	PSI D	PSI E
Contrôles <i>ex ante</i>	Premier niveau	KO ²⁸	KO	OK	OK	OK
	Deuxième niveau	KO	KO	KO	KO	KO
	Troisième niveau	KO	KO	KO	KO	KO
Contrôles <i>ex post</i>	Premier niveau	KO	KO	OK	OK	KO
	Deuxième niveau	KO	KO	KO	KO	KO
	Troisième niveau	KO	KO	KO	KO ²⁹	KO

Des disparités ont donc été observées en matière de dispositif de contrôle.

De manière générale, il apparaît que le suivi de la conformité des opérations de titrisation aux exigences du label STS en cours de vie est peu satisfaisant. En dépit du caractère dynamique de certains critères³⁰, les dispositifs de contrôle des établissements du panel ne sont pas en effet de nature à garantir la détection d'un événement susceptible de remettre en cause la labellisation d'une opération.

3.2.1. Contrôles réalisés en amont de la notification

La mission a constaté que la réalisation de contrôles en amont de la notification STS afin de s'assurer de la conformité de l'opération aux exigences du label n'était pas systématique :

- Trois PSI réalisent des contrôles *ex ante*, mais qui se limitent à des contrôles de premier niveau ;
- Les deux autres PSI ne réalisent pas de contrôle *ex ante*. Il est rappelé que le PSI demeure responsable de la notification STS et de la conformité de l'opération aux exigences du label. De ce fait, contrairement à ce que certains établissements du panel ont avancé, le recours à un tiers vérificateur, ou la rédaction

²⁸ La mission de contrôle a indiqué « KO » dans le tableau en cas d'absence de contrôle réalisé, et « OK » en cas de contrôle(s) réalisé(s) (la qualité des contrôles n'est ici pas prise en compte).

²⁹ Une mission d'inspection était toutefois en cours au sein de l'établissement durant le contrôle, portant notamment sur le processus d'octroi du label.

³⁰ À titre d'exemple, l'homogénéité ou la qualité de crédit des créances peut être amenée à évoluer lors du renouvellement des créances de la titrisation.

d'une *gap analysis* par un cabinet d'avocat externe, ne sauraient justifier qu'aucun contrôle ne soit réalisé par leur soin.

Aucun établissement du panel ne réalise donc de contrôle de deuxième niveau en amont de l'octroi du label STS.

L'un des établissements du panel s'est doté d'un outil informatique dans lequel il peut procéder à la saisie d'informations permettant de vérifier le bon respect de la conformité de l'opération aux critères STS en apportant une réponse à 42 questions, sous forme de grille. Cet outil est associé à son dispositif de contrôle, car il permet à l'une des équipes de la direction des risques n'ayant pas effectué le renseignement de la grille dans l'outil informatique de contrôler ces données. Un contrôle automatique de la conformité des réponses est également réalisé.

Sur le plan procédural, il apparaît que les contrôles réalisés sont généralement prévus dans une procédure ; seul l'un des établissements réalisant des contrôles de premier niveau en amont de l'octroi du label ne dispose pas de procédure formalisant ces derniers. En revanche, la mission a pu apprécier leur matérialité *via* une grille de notation remplie par l'équipe en charge de la structuration de l'opération et qui suppose de répondre à différentes questions couvrant à la fois le cadre général et le cadre spécifique STS du Règlement européen. *A contrario*, les PSI ne réalisant pas de contrôle *ex ante* ne disposent pas de procédure en ce sens.

3.2.2. Contrôles réalisés en aval de la notification

Les contrôles réalisés en aval de la notification STS ont vocation à s'assurer que les opérations de titrisations STS demeurent conformes aux exigences du label tout au long de leur vie. En effet, le caractère dynamique de certains critères est de nature à remettre potentiellement en cause la conformité de l'opération aux critères STS en cours de vie et d'imposer de ce fait une notification immédiate de l'ESMA et une information de l'autorité compétente³¹.

À cet égard, il apparaît que le dispositif de contrôles *ex-post* des PSI contrôlés est partiellement satisfaisant :

- Seuls deux PSI réalisent des contrôles *a posteriori* de l'octroi du label. Toutefois, il s'agit uniquement de contrôles de premier niveau, qui ne reposent, pour l'un d'eux, que sur la documentation juridique des opérations ;
- Les trois autres PSI ne réalisent aucun contrôle intégrant les spécificités du label une fois que celui-ci a été octroyé. De ce fait, l'absence de contrôle encadrant l'octroi du label est de nature à entraver la détection d'évènements qui seraient susceptibles de remettre en cause la conformité d'une opération aux critères STS.

Aucun PSI du panel ne réalise donc de contrôle de deuxième niveau une fois le label STS octroyé.

Le PSI est également responsable de la conformité de l'opération aux exigences du label après l'octroi de ce dernier. De ce fait, si l'organe de gestion réalise différents points de contrôle au titre de sa fonction de représentant légal du SSPE, ces contrôles ne peuvent se substituer à ceux réalisés par l'établissement. En effet, l'un des PSI du panel s'assurait uniquement, pour certains points de contrôle réalisés par l'organe de gestion, que les données issues du *management report* étaient conformes à la réglementation (exemple : vérifier que le *management report* indique un niveau de rétention du risque conforme à la réglementation), sans opérer lui-même de vérification desdits points de contrôle.

Sur le plan procédural, seuls les établissements réalisant des contrôles *a posteriori* disposent de procédures formalisant ces contrôles. Les corps procéduraux sont donc en cohérence avec les pratiques opérationnelles constatées par la mission, à l'exception d'un des établissements qui prévoit, dans l'une de ses procédures, la réalisation de contrôles de deuxième niveau qui ne sont, dans les faits, pas mis en œuvre.

³¹ Règlement européen, article 27(4).

✓ **Rappels réglementaires**

- L'initiateur, le sponsor ou la SSPE peut faire appel à un tiers vérificateur. Toutefois, l'entité demeure responsable de la conformité de l'opération de titrisation aux exigences du label STS (article 27 du règlement européen) ;
- Les entreprises d'investissement établissent et gardent opérationnelle en permanence une fonction de vérification de la conformité efficace (article 22 du RD 2017/565). Le respect de ces dispositions est d'autant plus pertinent pour les opérations dynamiques (e.g. pour les opérations renouvelables).

✓ **Bonne pratique**

- Disposer d'un outil informatique permettant, d'une part, la vérification de la conformité de l'opération aux critères STS et d'autre part, le contrôle de ces données ;

✓ **Mauvaises pratiques**

- Ne pas procéder à la revue du rapport de vérification ou de la *gap analysis* ;
- Contrôler uniquement les données issues des reporting réalisés par l'organe de gestion (en particulier le *management report*), sans procéder à la vérification des différents points de contrôle.

3.3. Le dispositif de retrait du label et son suivi

L'article 27 du règlement européen dispose que l'initiateur ou le sponsor doivent immédiatement notifier l'ESMA et informer les autorités compétentes dès lors qu'une opération de titrisation n'est plus conforme aux exigences du label STS. L'ESMA procède ensuite à la mise à jour de la liste des opérations bénéficiant du label.

Deux PSI sur cinq ont considéré³² que certaines de leurs opérations ne répondaient plus aux exigences du label : le premier a procédé à la « délabellisation » de 13 de ses 31 opérations STS sur la période contrôlée en raison du Brexit (3 opérations), de l'absence de SSPE (9 opérations), ou de la fin de vie de l'opération (une opération) ; le second a notifié la non-conformité de deux opérations sur 101 en raison du Brexit.

S'agissant du dispositif de retrait du label et son suivi, des disparités importantes ont pu être observées au sein du panel, indépendamment de l'importance de la titrisation STS et du nombre d'opérations devenues inéligibles au label.

De manière générale, il a été constaté que :

- Trois établissements sur cinq se sont dotés d'un dispositif de retrait du label et du suivi de ce dernier, dont les deux PSI ayant été amenés à notifier l'ESMA de la non-conformité de certaines de leurs opérations aux exigences du label ;
- Les deux autres PSI ne disposent pas de dispositif de retrait du label et du suivi de ce dernier. Le premier considère que ce cas de figure n'a que peu de chances de se produire en raison du caractère statique de plusieurs critères ; le second justifie l'absence de dispositif par le faible nombre d'opérations labellisées.

³² Pour rappel, la mission de contrôle n'a pas procédé à la vérification de la conformité des opérations labellisées STS. En outre, comme indiqué précédemment, les dispositifs de contrôle des établissements sont peu satisfaisants et ne sont pas de nature à garantir la détection d'un événement susceptible de remettre en cause la labellisation d'une opération.

Plus précisément, s'agissant des PSI ayant mis en place un dispositif de retrait du label et du suivi de ce dernier :

- Le PSI ayant notifié à l'ESMA que 13 de ses opérations de titrisation ne répondaient plus aux exigences du label a mis en place un dispositif de revue des critères STS en cours de vie des opérations. En effet, le label STS de chaque transaction est réexaminé lors de revues annuelles ou en cas d'évènement pouvant modifier les critères précédemment approuvés. Les équipes métiers saisissent le comité STS mis en place par le PSI pour la revue du label, notamment en cas de changements réglementaires pouvant avoir un impact sur la conformité de l'opération aux exigences du label. Le comité STS détermine si l'opération est désormais inéligible aux critères STS ; en cas de non-conformité, une notification d'annulation doit être envoyée à l'ESMA, et l'AMF doit être informée.

Après la confirmation par l'ESMA du retrait du label, une équipe est chargée de transmettre aux équipes opérationnelles en charge de l'opération les échanges entre l'établissement et l'ESMA et de conserver une piste d'audit. Les autres autorités compétentes sont ensuite informées *via* le format requis par ces dernières. Le *middle office* met à jour les systèmes applicatifs de l'établissement. En revanche, l'établissement ne prévoit pas d'informer les autres acteurs de l'opération de la perte du label, et notamment les initiateurs.

- Le PSI ayant notifié à l'ESMA que deux de ses opérations de titrisation n'étaient plus conformes aux critères STS prévoit que si des équipes du département Titrisation, du département juridique ou de la direction des risques ont connaissance d'un élément susceptible d'invalider la conformité de l'opération, elles informent l'équipe en charge de l'opération et un processus de validation du label est alors de nouveau enclenché, identique à celui visant à octroyer le label lors du montage d'une opération. Le *front office* analyse la conformité de l'opération aux critères STS, avec l'appui si besoin des équipes juridiques, et soumet l'analyse dans son outil informatique prévu à cet effet, ainsi qu'une nouvelle évaluation du risque de crédit. Il revient alors aux équipes de la direction des risques de valider l'analyse STS et la *credit application*, si besoin avec l'appui des équipes juridiques. En cas de non-conformité de l'opération avec les critères STS, une notification est envoyée à l'ESMA par la direction des risques.

Sur le plan procédural, l'établissement dispose d'un support de formation dédié à l'analyse des critères STS, et d'un document détaillant le processus de retrait du label STS.

- Le troisième PSI n'a jusqu'à présent jamais considéré que l'une de ses opérations n'était plus conforme aux exigences du label STS et n'a, par conséquent, jamais notifié l'ESMA en ce sens. Cependant, la détection de l'évolution de l'un des critères STS de nature à remettre en cause la labellisation d'une opération se ferait lors de la réalisation des contrôles de premier niveau qui ont vocation, d'après l'établissement, à vérifier que les exigences du label sont toujours respectées, tout au long de la vie de l'opération. Si la perte du label est à l'heure actuelle un cas de figure hypothétique pour ce PSI, celui-ci a d'ores et déjà formalisé le dispositif susmentionné dans une procédure. Celle-ci prévoit que si une opération devenait inéligible au label, le comité actif-passif en serait informé. En complément de la procédure, l'établissement a indiqué que le directeur financier et le directeur des risques seraient réunis pour évoquer les éléments justifiant l'inéligibilité de l'opération. Néanmoins, il s'agit principalement d'un comité de restitution : l'analyse de l'opération et du non-respect de l'un des critères devrait être réalisée en amont du comité par les équipes en charge de l'opération, avec l'appui de la direction des risques et des équipes juridiques si besoin. La procédure prévoit également que si le comité actif-passif confirme la non-conformité de l'opération aux exigences du label, l'équipe en charge de l'opération devra notifier l'ESMA et informer les autorités compétentes en ce sens. La vérification du retrait effectif du label STS devrait se matérialiser par l'ajout de l'opération considérée au registre de l'ESMA prévu à cet effet ; à l'inverse, elle ne devrait plus figurer sur le registre de l'ESMA recensant les opérations labellisées. Le suivi du retrait du label STS serait assuré par l'équipe en charge de l'opération considérée.

S'agissant des PSI ne disposant pas de dispositif de retrait du label et du suivi de ce dernier, et n'ayant jusqu'à présent jamais notifié l'ESMA de la non-conformité de l'une de leurs opérations aux exigences du label, des disparités ont également pu être observées :

- L'un des PSI n'a pas été en mesure d'identifier des situations susceptibles de remettre en cause la labellisation d'une opération, et indique qu'un tel cas de figure relèverait d'une cellule de crise. Sur la période contrôlée, l'établissement n'avait donc nullement anticipé la possibilité de perdre le label STS, ce que confirme l'absence de procédure à cet égard.

- Le second établissement, s'il ne dispose pas de procédure formalisant le dispositif de retrait du label et son suivi, a toutefois mis en place un guide qui fait état du processus de notification à l'ESMA si une opération devenait inéligible au label, ainsi que la vérification des registres de l'ESMA permettant de s'assurer du retrait du label. Ce cas de figure a donc été envisagé par l'établissement. Cependant, le processus de décision préalable visant à statuer sur le caractère désormais inéligible d'une opération, et la formalisation en comité, ne figurent pas dans ce guide.

Dans les deux cas, l'absence de dispositif de retrait du label STS et du suivi de ce dernier est d'autant plus préoccupant que ces PSI ne disposent pas de dispositif de contrôle permettant la détection d'un événement qui serait de nature à remettre en cause la conformité des opérations de titrisation aux exigences du label en cours de vie.

	PSI A	PSI B	PSI C	PSI D	PSI E
Nombre d'opérations ayant fait l'objet d'un retrait du label	0	0	0	13	2
Dispositif de retrait du label et son suivi	KO	KO	OK	OK	OK
Corps procédural ou documentaire	KO	OK	OK	OK	OK

✓ **Rappels réglementaires**

- Lorsqu'une titrisation ne satisfait plus aux exigences prévues aux articles 19 à 22 ou aux articles 23 à 26, l'initiateur et le sponsor le notifient immédiatement à l'ESMA et en informent immédiatement l'autorité compétente dont ils relèvent. (article 27(4) du règlement européen) ;
- Les PSI mettent en place des règles et procédures permettant de garantir le respect des dispositions qui leur sont applicables (article L.533-10 du CMF).

✓ **Bonnes pratiques**

- Identifier et formaliser des événements susceptibles de conduire à un retrait du label ;
- Disposer d'un comité spécifique pour les opérations de titrisation STS et déterminer en son sein le caractère désormais inéligible d'une opération.

✓ **Mauvaise pratique**

- En cas de perte du label, ne pas en informer les autres acteurs d'une opération, y compris les initiateurs.