



Union des marchés de capitaux

Une titrisation simple, transparente et standardisée

Mai 2015

La Commission européenne souhaite relancer la titrisation en Europe et a lancé une consultation pour définir une titrisation simple, transparente et standardisée (STS)¹.

L'AMF soutient cette initiative, dont elle souhaite qu'elle aboutisse à la mise en place d'un cadre réglementaire garantissant la qualité de l'opération de titrisation, placée sous la responsabilité d'un acteur préalablement agréé, à l'image des sociétés de gestion françaises. La mise en place d'une certification STS aurait vocation à encourager un maximum d'opérations de titrisation d'être structurées de manière saine, à condition qu'elle soit délivrée par une autorité publique nationale ou européenne. Cette certification du statut STS ne devrait pas juger du risque de crédit des actifs sous-jacents, au risque de se substituer aux diligences de l'investisseur, mais apporter une sécurité supplémentaire en augmentant la transparence du véhicule et en évitant les conflits d'intérêts.

La titrisation: le premier axe de la Commission européenne pour l'Union des marchés de capitaux

L'objectif est une plus grande sécurité juridique et comparabilité entre les instruments de titrisation grâce à un niveau plus élevé de standardisation des produits. La Commission souhaite distinguer une classe de titrisation saine pour renforcer la transparence, la cohérence et la disponibilité des informations essentielles pour les investisseurs, notamment dans le domaine des prêts aux PME.

L'AMF propose les cinq priorités suivantes pour que la titrisation devienne un mécanisme de financement de l'économie fiable, sûr et efficace.

Les cinq priorités de l'AMF pour relancer une titrisation simple, transparente et standardisée

1. Une gouvernance saine sous la responsabilité d'un acteur préalablement agréé

La standardisation des règles applicables au véhicule de titrisation STS doit permettre de garantir une gouvernance saine du véhicule de titrisation par un acteur indépendant, agréé par une autorité publique nationale compétente, qui agit dans l'intérêt des investisseurs. Pour tout véhicule de titrisation STS, un acteur indépendant devrait être ainsi désigné pour surveiller la gestion des risques et notamment la vérification des critères d'éligibilité des actifs, pour suivre et contrôler les flux financiers recouverts à l'actif et la cascade de paiement au passif, gérer les conflits d'intérêts et assurer la gestion des risques non prévus par la documentation du véhicule. Pour garantir la robustesse du modèle, un tel acteur devrait être préalablement agréé par une autorité nationale compétente et devrait démontrer sa compétence et témoigner de moyens adéquats. Un acteur disposant d'un tel agrément pourrait alors bénéficier d'un passeport européen pour assurer la gouvernance de véhicules de titrisation dans tous les États membres de l'Union.

2. Un statut STS indépendant du risque de crédit des actifs sous-jacents

La certification du statut STS devrait d'une part être dissociée des risques de crédit sur les actifs sous-jacents et d'autre part avoir pour objectif de simplifier l'analyse par l'investisseur en garantissant la qualité de la structure de titrisation et la limitation des conflits d'intérêt. Ces véhicules STS pourraient bénéficier d'un passeport européen de commercialisation. L'AMF ne souhaite pas réserver la titrisation STS aux seules opérations ayant pour but d'alléger les bilans bancaires ou ayant des sous-jacents bénéficiant de la plus haute notation de crédit.

¹ L'initiative sur la titrisation s'inscrit dans le contexte des travaux qui sont déjà en cours au niveau international pour définir une approche globale et cohérente pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, et dans le prolongement de l'adoption récente d'actes délégués sur Solvabilité 2 et sur l'exigence de couverture des besoins de liquidité (LCR). La Task Force on Securitisation Markets commune au Comité de Bâle et à l'OICV a proposé trois types de critères, portant sur les actifs sous-jacents, les risques de la structure et la responsabilité des acteurs et la transparence aux investisseurs, qui constituent une très bonne base pour mettre en place un cadre européen.

Le label STS devrait certifier d'une structure saine permettant à l'investisseur d'analyser correctement le risque des actifs sous-jacents. Si le label devait juger de la qualité des sous-jacents, il deviendrait une garantie de la qualité de la titrisation pour l'investisseur, qui risquerait de ne plus faire les diligences nécessaires. Ainsi, l'AMF considère-elle qu'une titrisation simple, transparente et standardisée doit pouvoir inclure des actifs plus ou moins risqués à condition que la structure du véhicule de titrisation soit robuste et que les créances titrisées aient été octroyées dans des conditions saines.

3. Une certification des critères STS et la vérification de la rétention d'un intérêt économique par une autorité publique nationale ou européenne

La question de l'octroi du label STS sera déterminante dans la robustesse du cadre européen. L'AMF considère que la labélisation ne peut être légitimement faite que par une autorité publique. Un label auto-décerné par le « sponsor » de la titrisation avec un contrôle a posteriori risque de poser des problèmes de crédibilité et de fiabilité pour un acteur dont les intérêts ne sont pas nécessairement alignés avec ceux des investisseurs. L'AMF prône une certification *ex ante* d'une structure de titrisation simple, transparente et standardisée (STS) similaire à l'agrément des organismes de placements collectifs. Il faudra garantir l'application de règles de certification parfaitement harmonisée partout en Europe, car les véhicules de titrisation peuvent aisément être établis dans la juridiction la moins exigeante.

La rétention d'un intérêt économique de 5 %, requise par le règlement européen n° 575/2013 (CRR), doit être réalisée par une partie à l'opération de titrisation afin de limiter les conflits d'intérêts. Actuellement, les investisseurs d'un véhicule de titrisation ont la responsabilité, avant d'investir, de vérifier que la rétention a bien été faite mais, dans la pratique, cette vérification s'avère particulièrement difficile pour l'investisseur qui s'en remet aux déclarations de l'entité assurant la rétention. Dans le cas d'une titrisation STS, la vérification de la rétention de l'intérêt économique à la charge de l'investisseur (approche indirecte) pourrait revenir à la charge de l'acteur agréé responsable de la gouvernance du véhicule de titrisation (approche directe) ou de l'autorité qui certifie du statut STS.

4. Des critères adaptés aux spécificités des actifs sous-jacents à la titrisation afin de simplifier les structures d'un maximum d'opérations

Les critères d'éligibilité pour définir une titrisation STS devront être adaptés aux spécificités des actifs sous-jacents. Les ABCP (*asset-backed commercial paper* ou billets de trésorerie adossés à des créances courtes, souvent des créances clients d'une entreprise) constituent un canal efficace de financement de l'économie et devraient, sous certaines conditions, avoir la possibilité de bénéficier du label STS. Pourtant certains critères généraux d'éligibilité de la titrisation STS comme, par exemple, l'historique des défauts de paiement des emprunteurs ou l'absence de retitrisation pourraient exclure de fait la majorité des ABCP. Il est souhaitable que les critères européens pour une titrisation STS ne soient pas trop restrictifs afin que cette initiative n'ait pas l'effet inverse de celui recherché, en créant une labélisation trop restrictive qui réduirait le financement de l'économie. L'objectif de la certification STS doit être, en effet, qu'un maximum de véhicules de titrisation soit désormais structuré selon des critères STS pour relancer une titrisation saine.

5. Une nouvelle réglementation européenne établissant un véhicule européen de titrisation

La relance de la titrisation ne devrait pas se limiter à la définition d'une titrisation STS de haute qualité mais devrait également mettre en cohérence les différents textes européens. La création d'un règlement unique européen dédié à la titrisation permettrait de mettre fin à la fragmentation des réglementations sectorielles dédiées aux acteurs pour s'attacher à des règles spécifiques à la titrisation.

Un véhicule juridique européen de titrisation, réservé à la titrisation STS, créant une nouvelle forme légale, instaurerait une meilleure standardisation au niveau européen en substituant des règles juridiques européennes aux spécificités nationales, notamment s'il contient des critères robustes en termes de cession d'actifs, de faillite du véhicule de titrisation ou de statut de l'organisme de titrisation. Ce véhicule européen garantirait une compétition équitable (*level playing field*) entre les acteurs des différents États membres et faciliterait l'établissement d'un passeport européen. L'AMF est donc favorable à un tel outil, à condition que la gouvernance du véhicule soit saine (point 1), que le processus de labélisation soit satisfaisant (point 3) et que le véhicule prenne en compte les spécificités des actifs sous-jacents (point 4).

Autorité des marchés financiers

17, place de la Bourse – 75082 Paris Cedex 2 – France
Tél. : 01 53 45 60 00 – Fax : 01 53 45 61 00
www.amf-france.org

Contacts : Direction de la communication – Tél. : 01 53 45 60 25
Courriel : directiondelacommutation@amf-france.org