



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

AVIS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

du 4 février 2004

**sollicité par le ministère des Finances du Grand-Duché de Luxembourg
sur un projet de loi relative à la titrisation**

(CON/2004/3)

1. Le 5 décembre 2003, la Banque centrale européenne (BCE) a reçu une demande de consultation de la part du ministère des Finances du Grand-Duché de Luxembourg portant sur un projet de loi relative à la titrisation (ci-après le « projet de loi »).
2. La BCE a compétence pour émettre un avis en vertu de l'article 105, paragraphe 4, deuxième tiret, du traité instituant la Communauté européenne, de l'article 4, point a), deuxième tiret, des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne et de l'article 2, paragraphe 1, sixième tiret, de la décision 98/415/CE du Conseil du 29 juin 1998 relative à la consultation de la Banque centrale européenne par les autorités nationales au sujet de projets de réglementation¹, dans la mesure où le projet de loi contient des dispositions applicables aux établissements financiers, qui « ont une incidence sensible sur la stabilité des établissements et marchés financiers ». Conformément à l'article 17.5, première phrase, du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, le présent avis a été adopté par le conseil des gouverneurs de la BCE.

Remarques préliminaires

3. Le projet de loi soumis par le ministère des Finances luxembourgeois établit un cadre juridique spécifique pour les opérations de titrisation au Luxembourg. Le projet de loi s'inspire de l'expérience tirée des lois déjà en place dans d'autres pays et traite du statut juridique respectif des sociétés et des fonds de titrisation, des conditions d'agrément de ces organismes de titrisation et des pouvoirs de surveillance de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) à leur égard, de la liquidation de ces organismes, de la nature des risques titrisés ainsi que des droits des investisseurs et des créanciers. Un chapitre du projet de loi est également consacré aux droits, pouvoirs et conditions d'agrément d'une nouvelle catégorie d'acteurs du secteur financier, à savoir les représentants-fiduciaires. Les représentants-fiduciaires doivent être agréés au Luxembourg et les investisseurs et créanciers d'une société de titrisation peuvent y recourir pour la gestion de leurs intérêts. Enfin, le projet de loi contient également des dispositions touchant au traitement comptable et fiscal des opérations de titrisation.

¹ JO L 189 du 3.7.1998, p. 42.

4. La BCE observe qu'en Europe, tant les marchés et les structures de titrisation nationaux que les cadres juridique, comptable et fiscal correspondants sont extrêmement fragmentés. La BCE se félicite par conséquent de l'initiative prise par les autorités luxembourgeoises consistant à mettre en place des règles plus sûres et transparentes pour le marché de la titrisation, en vue d'accroître le recours aux techniques de titrisation par les différents intervenants sur les marchés financiers. La BCE reconnaît l'intérêt de disposer d'un cadre réglementaire explicite et complet pour ces opérations complexes, qui sont en plein essor en Europe. La BCE estime que de tels cadres nationaux devraient viser, en particulier, à accroître la sécurité juridique et la transparence et à assurer la stabilité financière, et qu'ils devraient comprendre un régime de surveillance solide des organismes en charge d'opérations de titrisation. D'une part, la BCE remarque que le projet de loi fait preuve d'une grande souplesse pour ce qui est de mettre en place des opérations de titrisation et que l'objectif des autorités luxembourgeoises était d'instaurer des procédures praticables à un coût raisonnable. D'autre part, la BCE est d'avis que l'objectif de souplesse devrait coexister avec d'autres buts de nature réglementaire, tels que la protection des investisseurs et le contrôle des risques, et que ce cadre national devrait contenir les garanties juridiques nécessaires pour assurer l'exercice sûr et transparent de ces activités.
5. Plusieurs points abordés dans le projet de loi ou son exposé des motifs mettent en évidence certaines incertitudes juridiques touchant aux opérations de titrisation transfrontalières, notamment en termes de loi applicable. À titre d'exemple, le projet de loi ne sera applicable qu'aux organismes de titrisation situés au Luxembourg, ce qui signifie, en cas de ségrégation des organismes d'acquisition et des organismes d'émission (voir également le point 8), que le projet de loi ne couvrira que les organismes situés au Luxembourg. Le projet de loi souligne également les lacunes auxquelles il conviendrait de remédier afin de réduire les obstacles à la réalisation de certaines opérations de titrisation transfrontalières et d'accroître la sécurité juridique. Dans ce contexte, la BCE considère la titrisation comme un domaine qui pourrait encore faire l'objet de progrès considérables en matière d'intégration des marchés financiers européens, notamment sur le plan de la convergence des pratiques de marché, des instruments et des règles juridiques. Récemment, l'Union européenne (UE) a pris des initiatives afin d'apporter les adaptations nécessaires aux textes législatifs communautaires actuellement en projet et de parvenir à une appréhension commune de certains concepts touchant à la titrisation. À cet égard, la BCE souhaite mentionner les travaux en cours dans le contexte de la révision des exigences de fonds propres applicables aux banques et aux entreprises d'investissement² et de la révision de l'accord de Bâle ou dans le contexte des mesures d'exécution de la directive sur les prospectus³. Au-delà du plan d'action pour les services

² Voir le troisième document de consultation des services de la Commission sur la révision des exigences de fonds propres applicables aux banques et aux entreprises d'investissement, partie 1 - projet de proposition d'exigences de fonds propres en fonction du risque - du document de travail du 1^{er} juillet 2003.

³ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 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, et modifiant la directive 2001/34/CE, JO L 345 du 31.12.2003, p. 64.

financiers, la BCE est favorable à une stratégie consistant à accroître l'harmonisation en matière de titrisation au niveau communautaire.

Définition de la titrisation

6. Le projet de loi définit la titrisation comme « l'opération par laquelle un organisme de titrisation acquiert ou assume, directement ou par l'intermédiaire d'un autre organisme, les risques liés à des créances, à d'autres biens, ou à des engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers en émettant des valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement dépendent de ces risques ». La BCE constate que la définition proposée par le ministère des Finances luxembourgeois est large. De plus, la BCE prend note de la volonté du ministère de favoriser une approche économique-financière pour définir la titrisation, englobant ainsi dans le champ d'application du projet de loi toutes les formes d'opérations de titrisation. Toutefois, la question pourrait se poser de savoir si le projet de loi est suffisamment explicite dans la définition de concepts tels que « acquérir des risques » ou « assumer des risques ». Par exemple, dans le contexte de la titrisation traditionnelle, le véhicule de titrisation acquiert les créances et pas seulement les « risques liés à des créances ». La BCE considère qu'il serait également utile de clarifier ce point dans certaines parties du projet de loi et en particulier dans le chapitre sur « la prise en charge des risques ».

Les véhicules de titrisation proposés par le projet de loi

7. En vertu du projet de loi, il sera possible de créer des organismes de titrisation sous la forme soit de sociétés de titrisation, soit de fonds de titrisation dépourvus de personnalité morale. Le projet de loi laisse aux intervenants du marché le choix d'utiliser des sociétés de titrisation ou des fonds de titrisation et le législateur luxembourgeois entend s'inspirer du modèle adopté pour les organismes de placement collectif (OPC) au Luxembourg⁴, tout en tenant compte des particularités des fonctions et des objectifs des véhicules de titrisation. Premièrement, la BCE note qu'il serait préférable, dans un souci de clarté, que le projet de loi dispose expressément que ces organismes de titrisation ne sont pas des organismes de placement collectif en valeurs mobilières au sens de la directive sur les OPCVM⁵. Deuxièmement, dans le cas des fonds de titrisation, il est prévu que soit la société de gestion (voir l'article 7, paragraphes 1 et 3, du projet de loi), soit le fonds lui-même (voir, par exemple, l'article 9 et l'article 10, paragraphes 1 et 4, du projet de loi) seront émetteurs. La BCE remarque que l'absence de personnalité morale du fonds de titrisation pourrait soulever des incertitudes juridiques quant à sa capacité à émettre directement des valeurs mobilières. Troisièmement, les concepts de « valeurs mobilières » et de « titres de créances » semblent être utilisés de manière interchangeable dans le projet de loi et, à cet égard, la BCE considère que l'articulation entre l'article 7, paragraphe 3, et l'article 9 du projet de loi mériterait d'être clarifiée plus avant. Quatrièmement, la BCE déduit de l'article 7 du projet de loi et de l'exposé des motifs

⁴ Équivalent, au Luxembourg, des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

⁵ Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), telle que modifiée (JO L 375 du 31.12.1985, p. 3).

(page 26) que les autorités luxembourgeoises entendent autoriser les fonds de titrisation à émettre soit des parts représentant un droit de copropriété, soit des titres de créance représentant une créance sur le fonds. Si cette possibilité est effectivement envisagée, la BCE estime que mention devrait en être faite plus clairement dans le projet de loi, y compris pour ce qui concerne les règles applicables au remboursement des parts. Cela pourrait également nécessiter d'établir une distinction entre les investisseurs (investissant dans des parts de fonds ou dans des titres de créance émis par le fonds de titrisation ou la société de titrisation) et les cédants investissant dans les organismes de titrisation.

8. En ce qui concerne les « sous-structures » des véhicules de titrisation, l'article 1, paragraphe 2, du projet de loi prévoit que les organismes de titrisation sont les organismes qui accomplissent entièrement la titrisation et ceux qui participent à une telle opération par la prise en charge de tout ou partie des risques titrisés – les organismes d'acquisition – ou par l'émission des valeurs mobilières destinées à en assurer le financement – les organismes d'émission. Dans ce cadre, la BCE observe que le projet de loi n'exige pas que les opérations de titrisation soient effectuées exclusivement par l'intermédiaire d'un seul et même organisme de titrisation. En vertu de ce dispositif, il devrait être possible de transférer les actifs d'un organisme distinct de l'organisme émettant les valeurs mobilières, c'est-à-dire l'organisme d'acquisition, et même d'envisager un organisme d'émission traitant avec plusieurs organismes d'acquisition. La BCE est consciente que des structures similaires dissociant les deux activités sont utilisées par les intervenants du marché et sont autorisées par la législation d'autres États membres. Selon la BCE, il est nécessaire de veiller à ce que la complexité de telles structures, en particulier dans un contexte transfrontalier et en présence de véhicules comportant plusieurs compartiments, ne crée pas d'obstacles en termes de transparence, de contrôle des risques et d'efficacité du transfert juridique des actifs, et ne soit pas contraire à l'objectif consistant à renforcer la corrélation directe entre les droits des investisseurs et les actifs sous-jacents des organismes de titrisation. De surcroît, les dispositions du projet de loi ne précisent pas de quelle manière coexisteront les règles applicables aux organismes d'acquisition et d'émission (voir, toutefois, l'article 63). La BCE recommande également de clarifier les règles qui s'appliquent respectivement aux sociétés de titrisation et aux fonds de titrisation, puisque la possibilité de séparer fonctionnellement les organismes d'acquisition et les organismes d'émission semble être envisagée pour les deux types de véhicules.
9. La BCE relève que le projet de loi autorise la création de plusieurs compartiments au sein des organismes de titrisation. Cette possibilité est expressément prévue à l'article 8 du projet de loi et il est entendu que les sociétés de titrisation disposent également de ce droit⁶. Cette disposition pourrait générer des économies d'échelle en permettant à plusieurs cédants d'utiliser le même véhicule pour émettre des valeurs mobilières adossées à des actifs. Toutefois, des mécanismes de ségrégation sûrs doivent être mis en place pour assurer une stricte séparation entre les *pools* d'actifs, de manière à ce que les pertes subies dans un compartiment donné n'aient pas d'incidence

⁶ Voir, par exemple, l'article 33 figurant au chapitre 3 du projet de loi (sur la liquidation des organismes de titrisation).

sur la rentabilité des autres compartiments. La BCE considère que cela devrait également être clarifié en cas de dissociation des organismes d'acquisition et des organismes d'émission.

Protection des investisseurs et obligation de publication

10. Le large domaine d'application du projet de loi, en termes d'actifs sous-jacents et de risques couverts, est destiné à suivre l'évolution des marchés de la titrisation où la variété des types d'actifs est en essor constant. Le champ d'application du projet de loi ne se limite pas aux titrisations résultant d'un transfert de créances ou d'autres actifs. Cela découle des définitions figurant à l'article 1^{er} et à l'article 53, paragraphe 1, du projet de loi. La BCE constate que ce champ d'application vaste pourrait recouvrir des structures extrêmement complexes. À cet égard, la BCE observe que l'article 10, paragraphe 4, du projet de loi oblige les investisseurs à accepter le règlement du fonds de titrisation lors de l'acquisition de valeurs mobilières émises par le fonds. En revanche, le projet de loi ne précise pas en détail les obligations imposées aux véhicules de titrisation en termes de publication des informations en cas d'offre de valeurs mobilières au public, en particulier concernant la nature des actifs sous-jacents et l'évaluation des risques en jeu. À ce titre, la BCE signale que les mesures d'exécution proposées⁷ dans le cadre de la directive sur les prospectus (ci-après les « mesures d'exécution ») visent à définir les informations minimales qui sont nécessaires, selon le type de l'émetteur et la nature des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, pour permettre aux investisseurs de former un jugement éclairé. Des informations plus spécifiques sont prévues dans le cadre du régime de publication applicable aux émetteurs de valeurs mobilières adossées à des actifs.
11. Les obligations d'information supplémentaires pour les valeurs mobilières adossées à des actifs définies dans les mesures d'exécution portent sur les types de valeurs mobilières émises, les actifs sous-jacents et la structure de l'opération et des flux de trésorerie (*credit enhancement*, créances subordonnées, priorité de paiements, etc.) et devraient améliorer la qualité des informations fournies aux investisseurs. Cela s'applique en particulier aux informations portant sur la nature des actifs sous-jacents et sur les caractéristiques générales des débiteurs, type d'informations qui revêtent, selon la BCE, une importance particulière. La BCE attache également un grand prix à la description détaillée des caractéristiques des valeurs mobilières émises et des types de structures utilisées (y compris le type de transfert de risque de crédit) ainsi qu'à l'évaluation externe des risques en jeu. Étant donné la diversité des structures de titrisation en Europe, il serait préférable que le projet de loi précise clairement les obligations respectives des parties à l'opération de titrisation envers les investisseurs. De même, une considération pratique en matière de prospectus concerne la disponibilité de ceux-ci au public ; à cet égard, le projet de loi pourrait préciser plus clairement la nature de l'entité juridique responsable de la rédaction et de la diffusion du

⁷ Document de travail (ESC 36/2003) des services de la DG « Marché intérieur », sur la mise en œuvre des articles 5, 7, 10, 11, 14 et 15 de 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, et modifiant la directive 2001/34/CE. Texte disponible sur le site suivant : http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/docs/prospectus/working-doc-esc36-2003_fr.pdf.

prospectus et le mode d'accès aux prospectus, aux notes d'information pour les investisseurs, au règlement de gestion des fonds de titrisation et compartiments, etc.

Considérations en matière de surveillance

12. Selon l'article 19 du projet de loi, les organismes de titrisation qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public doivent être agréés par la CSSF pour exercer leurs activités. À cet égard, la BCE note, tout d'abord, que le concept d'« émission en continu » est lié à la définition des établissements de crédit figurant dans la directive bancaire consolidée⁸. Selon le considérant 6 de la directive bancaire consolidée, les fonds remboursables peuvent prendre la forme de dépôts ou d'autres formes telles que « l'émission continue d'obligations ». La BCE en déduit, sur la base des explications contenues dans l'exposé des motifs, que ces organismes de titrisation ne seront pas considérés comme des établissements de crédit à des fins de surveillance. Deuxièmement, le projet de loi se réfère à l'émission en continu de valeurs mobilières à destination du public, ce qui semblerait exclure l'émission de valeurs mobilières à destination d'investisseurs professionnels (placement privé). Cette disposition pourrait être interprétée comme signifiant que, dans de telles hypothèses, les véhicules de titrisation ne nécessiteraient pas d'agrément de la part du CSSF. La BCE considère que le concept d'« émission en continu », appliqué dans ce contexte, devrait être clarifié de manière à écarter toute ambiguïté⁹. La BCE juge particulièrement important d'éviter toute ambiguïté dans le champ d'application des compétences en matière de surveillance, au vu des objectifs précités du projet de loi consistant à instaurer des règles plus sûres et transparentes. Ces compétences devraient être conçues pour permettre une surveillance efficace et complète, sans introduire de complication injustifiée dans les régimes de surveillance applicables aux différents types d'opérations. En particulier, il conviendrait d'évaluer la complexité engendrée par la création de trois régimes d'agrément distincts pour les organismes de titrisation – à savoir les organismes agréés, les organismes non agréés relevant du champ d'application du projet de loi et une troisième catégorie comprenant les organismes échappant au projet de loi – par rapport à ses avantages. La BCE recommande de clarifier plus avant ces aspects afin d'assurer une surveillance suffisante des organismes prenant part à des opérations de titrisation au Luxembourg.
13. L'article 61, paragraphe 1, du projet de loi dispose qu'« un organisme de titrisation n'est autorisé à céder ses biens que selon les modalités prévues par ses statuts ou son règlement de gestion ». La BCE estime que ce règlement de gestion devrait préciser clairement les conditions applicables au transfert d'actifs sous-jacents, afin que les investisseurs soient pleinement informés des changements éventuels des caractéristiques en termes de risque du portefeuille d'actifs sous-jacents. Ces précisions pourraient également concerner certaines garanties touchant à la capacité d'emprunt des organismes de titrisation. La BCE remarque encore qu'en vertu de l'article 14 du

⁸ Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, JO L 126 du 26.5.2000, p. 1.

⁹ Dans le contexte de la directive sur les prospectus, on entend par « valeurs mobilières émises d'une manière continue ou répétée », les « valeurs mobilières appartenant à un même type/à une même catégorie, émises au robinet ou au moins à deux reprises distinctes sur une période de douze mois » (article 2, paragraphe 1, point l).

projet de loi, les sociétés de gestion de fonds de titrisation n'ont pas pour unique objet de gérer les fonds de titrisation, ce qui signifie qu'elles sont habilitées à étendre leurs activités à la gestion d'OPCVM ou de fonds de pension pour peu qu'elles remplissent les critères requis. La BCE insiste à la fois sur les risques posés par la confusion des limites entre ces différents types d'activité financière et sur la nécessité pour les sociétés de gestion de respecter des normes strictes en termes de règles de conflits d'intérêt, de publication et de gestion des risques.

14. Selon l'article 22 du projet de loi, les organismes de titrisation agréés doivent confier la garde de leurs avoirs liquides et de leurs valeurs mobilières à un établissement de crédit établi ou ayant son siège statutaire au Luxembourg. Cette disposition, selon l'exposé des motifs, est destinée à assurer une protection optimale des investisseurs et à faciliter la surveillance par la CSSF des organismes de titrisation agréés. La BCE présume que cette disposition inclut les succursales des établissements de crédit établies dans l'UE.

Aspects juridiques transfrontaliers

15. Le projet de loi vise, entre autres, à faciliter l'acquisition ou la cession de créances par les organismes de titrisation. Toutefois, dans le cas de débiteurs étrangers, la question de savoir à quelles conditions la cession est opposable aux tiers ne relève pas nécessairement du droit luxembourgeois, ce qui met en exergue les limites d'une démarche strictement nationale. Les opérations de titrisation transfrontalières relèvent de règles de conflit de lois qui peuvent avoir une incidence sur la validité ou l'exécution des cessions de créances internationales. Dans son livre vert du 14 janvier 2003 sur la transformation de la Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles en instrument communautaire ainsi que sur sa modernisation¹⁰, la Commission européenne souligne que « la Convention de Rome ne traite pas explicitement de la question de l'opposabilité de la cession de créance aux tiers ». Elle poursuit en indiquant qu'il « s'agit là d'une question essentielle car elle détermine l'efficacité de la cession et du transfert de propriété ». Actuellement, chaque État membre applique ses propres règles dans ce domaine et les solutions varient énormément d'une juridiction à l'autre. Au niveau international, l'assemblée générale des Nations Unies a adopté une Convention sur la cession de créances dans le commerce international, à New York, le 31 janvier 2002. La BCE note que certaines dispositions du projet de loi s'inspirent de cette Convention (voir le commentaire des articles 55 et 58), ce qui vise notamment à favoriser l'uniformité de certains points clés des règles de conflits de lois et à supprimer les obstacles juridiques à certaines pratiques internationales de financement. Jusqu'à présent, seul le Luxembourg, parmi les États membres, a signé la Convention, le 12 juin 2002. La BCE espère que les solutions adoptées et/ou examinées au niveau international entraîneront une convergence accrue des règles applicables en la matière, au niveau communautaire.

¹⁰ COM(2002) 654 final.

Recours aux valeurs mobilières adossées à des actifs en tant que garantie pour les opérations de banque centrale

16. En ce qui concerne la politique de garanties, la BCE souhaite mettre en évidence les critères que doivent remplir les actifs afin de constituer des garanties éligibles aux opérations de politique monétaire et de crédit intrajournalier de l'Eurosystème. Les valeurs mobilières adossées à des actifs peuvent être acceptées comme garanties à condition qu'elles remplissent ces critères d'éligibilité. Les banques centrales procèdent toujours à une évaluation au cas par cas et, à cette fin, il peut leur être nécessaire d'obtenir toute information pertinente auprès des autorités de surveillance. La BCE observe que le projet de loi est susceptible de permettre l'émission d'un large éventail de types d'actifs, dont certains peuvent être éligibles. L'obligation pour les valeurs mobilières d'être transférables par inscription en compte constitue l'une des conditions de leur éligibilité en tant que garanties. Par conséquent, la BCE se félicite de ce que l'article 7, paragraphe 3, du projet de loi autorise la société de gestion du fonds de titrisation à émettre des valeurs mobilières dématérialisées, malgré l'absence de régime général de dématérialisation des valeurs mobilières au Luxembourg.

Déclarations en matière statistique

17. La collecte régulière et opportune de données statistiques exactes et fiables sur les véhicules de titrisation en Europe revêt une grande importance aux fins de la politique monétaire. Des travaux sont en cours afin d'améliorer les statistiques de la zone euro sur la titrisation. D'une manière générale, pour l'accomplissement de ses missions en matière statistique, la BCE détermine les agents déclarants au moyen d'une combinaison de critères fondés sur le droit communautaire et les réglementations nationales, y compris les accords en matière de surveillance et les dispositions fiscales.

La BCE recommande aux autorités luxembourgeoises d'ajouter une disposition au projet de loi visant à ce que les organismes de titrisation fournissent à la Banque centrale du Luxembourg les informations nécessaires au respect des obligations en matière statistique établies par la BCE.

18. Le présent avis sera publié sur le site Internet de la BCE.

Fait à Francfort-sur-le-Main, le 4 février 2004.

[signé]

Le président de la BCE

Jean-Claude TRICHET