REPONSE FRANCAISE A LA CONSULTATION DE LA COMMISSION EUROPEENNE « An EU framework for simple,transparent and standardised securitisation »

La France se félicite de la consultation menée par la Commission Européenne, et de l'opportunité qui lui est donnée de commenter le document sur un cadre européen pour une titrisation simple, transparente et standardisée (ci-dessous, titrisation STS).

L'idée selon laquelle la relance de la titrisation en Europe serait un élément structurant pour le financement à long terme de l'économie fait aujourd'hui consensus. Néanmoins, les volumes d'émission, qui ont connu un déclin significatif pendant la crise, ne se sont pas rétablis en Europe. Les investisseurs signalent différents obstacles au développement de ce marché, en particulier l'absence de standardisation, la complexité et la diversité de cette classe d'actifs, le niveau important d'investissements humains et informatique nécessaires à la réalisation de vérifications préalables (*due diligence*) efficaces, et le traitement prudentiel applicable. En parallèle, les banques ont parfois peu d'incitations à augmenter leurs volumes d'émissions, en raison d'une équation économique défavorable, liée aux coûts d'émission qui peuvent être dissuasifs.

Un cadre européen unique pour la titrisation STS serait un grand atout pour les investisseurs : l'émergence de produits standardisés simplifierait leur accès à ces instruments tout en renforçant leur capacité à en comprendre les caractéristiques et les risques. Le cadre STS pourrait ainsi faire baisser les coûts d'émission, tout en maintenant des standards de qualité élevés.

Ce cadre pourrait ainsi aider à amorcer un cercle vertueux pour les émetteurs et les investisseurs, les premiers, encouragés à investir dans des ressources informatiques et humaines, accroissant la demande, et les seconds, mis en capacité de réduire les coûts d'émission en vue d'une augmentation de l'offre.

La relance de la titrisation doit s'appuyer sur les leçons de la crise, en particulier la nécessité d'un alignement des intérêts entre parties, le rôle fondamental de pratiques d'octroi saines, et les risques associés aux structures complexes ou aux transferts de risque imparfaits. L'ensemble du processus de relance du marché ne doit pas laisser croire aux investisseurs que la titrisation est un actif sans risque, ou inciter ces derniers à ne plus mener de *due diligence* approfondies. Le projet de relance doit au contraire être basé sur un ensemble de critères clairs et objectifs définissant la titrisation STS, et sur un processus de labellisation sain.

La partie suivante fournit un résumé des principaux messages de la réponse à la consultation.

Résumé

[Critères STS] Les travaux en cours de BCBS-IOSCO et de l'EBA constituent une excellente base de travail. Il est cependant nécessaire de veiller à éviter les interactions avec des dispositions légales existantes (par ex: protection des données personnelles). À l'échelle internationale, l'incertitude persiste quant à savoir si les standards de haute qualité définis par BCBS-IOSCO pourront prendre effet en temps voulu. Nous pensons par conséquent que l'UE doit donner l'exemple et avancer en mettant en place le cadre STS.

Les critères STS, appliqués émission par émission, devraient porter uniquement sur la qualité de la structure, et non pas sur la qualité de crédit des sous-jacents : le cadre STS ne devrait en effet pas laisser croire aux investisseurs que la titrisation est sans risque. Cependant, les critères portant sur les standards d'origination, dans la mesure où ils traduisent la présence d'un processus d'origination des actifs sous-jacents sain, font partie intégrante de la qualité structurelle.

Les exigences prudentielles varient d'un secteur financier à l'autre, reflet des différences de modèle économique. Tout en reconnaissant, de façon générale, la qualité des titrisations STS, les règles prudentielles sectorielles (banque, assurance, gestion) doivent naturellement refléter ces différences. Au-delà des critères structurels (*foundation criteria*), des modules prudentiels additionnels pourraient s'appliquer et conduire à un traitement prudentiel dédié, et favorable, pour les instruments STS « qualifiant » au traitement prudentiel.

[ABCP] Les programmes ABCP sont utiles pour le financement à court terme de l'économie, et leur éligibilité au cadre STS devrait donc être envisagée. Néanmoins, les critères STS nécessitent des ajustements spécifiques en raison du caractère de très court terme des ABCP.

[Rétention du risque] Les exigences de rétention du risque sont cruciales pour assurer un bon alignement des intérêts entre sponsors et investisseurs, réduisant de ce fait l'aléa moral. Ces exigences, fondamentales pour la qualité de la structure de titrisation, doivent être préservées. Par ailleurs, malgré ses avantages, la seule approche « indirecte » peut être considérée comme lourde par les investisseurs et pourrait être utilement complétée par une approche directe dans le cadre STS.

[Label STS] La mise en place, et le suivi du respect, des critères européens conduiront *de facto* à la création d'un label STS. Celui-ci pourrait finalement permettre aux investisseurs d'allouer le temps dont ils disposent pour leur *due diligence* plus efficacement, grâce à une standardisation suffisante des structures, si un processus de labellisation sain est mis en œuvre.

Le processus de labellisation jouera donc un rôle très important. Celle-ci devra être effectuée par un organisme doté d'une solide crédibilité, en limitant les risques d'aléa moral : les mauvaises incitations pour les investisseurs ou les émetteurs, les conflits d'intérêts ou la dépendance à des tierces parties non régulées doivent être évitées. Dans cette optique, l'implication directe ou indirecte du secteur public (via les superviseurs ou un mécanisme d'agrément) sera utile pour augmenter la confiance dans le dispositif.

[Standardisation] L'absence de standardisation est un obstacle au développement des marchés de titrisation. Il est pourtant possible de réduire à la fois les coûts d'émission et de *due diligence* pour les investisseurs et les émetteurs. La standardisation des structures et de la documentation (*master agreement*) sont des pistes intéressantes à cet égard. La standardisation des véhicules, bien qu'intéressante, est probablement complexe à court-terme, en raison des différences substantielles des cadres juridiques, dans des domaines clés, en Europe. Le rôle des intermédiaires (*trustees,* gestionnaires) est cependant un domaine qui mérite une attention particulière.

[Transparence] Les données sont essentielles pour les investisseurs qui réalisent des *due diligences*, et elles appellent une certaine forme de comparabilité pour en limiter les coûts et accroitre l'efficacité des analyses ; à cet égard, des initiatives comme le « *ECB loan-level »* sont intéressantes. Dans le même ordre d'idée, ces nouveaux volumes d'informations standardisées pourraient être utilisés pour favoriser la comparabilité des instruments et la liquidité du marché secondaire.

[Traitement prudentiel] Les actifs titrisés qui satisferont aux critères STS devraient pouvoir bénéficier d'un traitement prudentiel qui reflète correctement leurs risques, en limitant autant que possible les écarts avec le traitement des actifs sous-jacents. Il est par ailleurs important de préserver une distinction avec les covered bonds, dont la nature diffère substantiellement.

[Financement des PME] La relance du marché de la titrisation contribuera à améliorer les conditions de financement à long terme de l'économie, en particulier pour les PME. Cependant, la titrisation de prêts aux PME pourrait s'avérer difficile en pratique (en raison de l'hétérogénéité des actifs, de la difficulté d'évaluer le risque sous-jacent, etc.). La titrisation d'autres types d'actifs sera sans doute plus structurante, elle devrait également contribuer, bien qu'indirectement, au financement des PME en allégeant les bilans bancaires.

Réponses détaillées

Question 1:

A. Do the identification criteria need further refinements to reflect developments taking place at EU and international levels? If so, what adjustments need to be made?
B. What criteria should apply for all qualifying securitisations ('foundation criteria')?

A. Do the identification criteria need further refinements to reflect developments taking place at EU and international levels? If so, what adjustments need to be made?

Les travaux effectués par BCBS-IOSCO et l'EBA constituent un premier pas très intéressant, et les travaux ultérieurs devraient s'appuyer sur ces contributions. Nous souhaiterions en particulier insister sur l'importance de l'absence de transformation de maturité et sur la nécessité d'avoir une cohérence de l'octroi initial de crédit avec les pratiques habituelles de l'originateur (pas de modèle *originate to distribute*), ainsi que sur l'importance de standards minimum en termes de qualité d'octroi de crédit.

Cependant, une attention particulière pourrait être nécessaire pour éviter des interactions avec d'autres dispositions légales pouvant conduire à une très large inapplicabilité du label STS. Par exemple, les premiers critères « foundation » (« simple »), et en particulier le critère 5 (iii) sur la définition des *credit impaired borrowers* pourrait, nécessiter des ajustements pour assurer la compatibilité avec les dispositions légales applicables à la protection des données personnelles. Au regard de la loi française, il est impossible de vérifier l'historique sur trois ans des incidents de paiement auquel il est fait référence dans la définition du critère : alors que la solvabilité de l'emprunteur est connue au moment de l'octroi du crédit, et qu'il l'est bien sûr au moment de la titrisation, les institutions financières n'ont pas forcément accès à l'historique de crédit antérieur du prêteur, étant donné que l'historique des incidents de paiement dans la base FICP (gérée par la banque de France) est supprimé dès lors que l'incident n'existe plus (remboursement de la créance).

Nous pensons que l'EBA devrait envisager ce type d'interaction et trouver des solutions lorsque des dispositions légales entrent en conflit avec des critères précis.

B. What criteria should apply for all qualifying securitisations ('foundation criteria')?

Nous soutenons l'approche modulaire présentée par la Commission dans sa consultation, car celle-ci permet d'établir des standards uniformes minimaux à l'échelle de la classe d'actif, tout en permettant un traitement prudentiel différencié selon les besoins de chaque secteur.

D'autre part, fournir une définition unique d'une titrisation simple, transparente et standardisée, aurait une valeur ajoutée considérable pour les investisseurs, dans la mesure où cela permettrait d'établir un standard uniforme et clair pour un grand marché, tout en facilitant l'accès et en améliorant la sécurité juridique.

En ce qui concerne les critères « *foundation* », le document de consultation indique : «it is important to distinguish between the concept of a high quality securitisation […] and the underlying credit quality of the assets involved » (il est important de distinguer les concepts qu'une titrisation de haute qualité et la qualité de crédit des actifs sous-jacents). En accord avec cette approche, nous pensons que les critères « *foundation* » doivent prendre en compte l'origination des actifs, mais ne doivent pas exclure certains actifs sous-jacents en raison de leur qualité de crédit : les critères ne servent pas à limiter le risque de crédit des groupes d'actifs sous-jacents aux titrisations, mais plutôt à donner la possibilité aux investisseurs de conduire leurs *due diligence* et donc d'évaluer la qualité de crédit des actifs sous-jacents avec un bon niveau de confiance, dès lors que les crédits ont été octroyés d'une façon saine assurant un niveau de qualité minimale. Les critères ne doivent pas porter sur un unique type d'actif sous-jacent, mais doivent être cohérents pour l'ensemble des classes d'actifs, sans

oublier les spécificités des différents segments du marché de la titrisation, et être ouverts à des variations techniques simples comme la titrisation à terme (ABS, MBS, CDO) ou rechargeable comme les ABCP (voire question 2).

Dans cette optique, seuls les critères « foundation » devraient déterminer la nature STS ou non d'un instrument de titrisation. Ces critères devraient inclure des critères de qualité minimale des actifs sous-jacents afin de garantir l'existence d'un processus d'origination sain. Au-delà des exigences de qualité minimale reflétant la qualité des standards d'origination, la qualité de crédit inhérente aux actifs sous-jacents ne fait pas partie des critères « foundation » mais pourrait si besoin être intégrée dans des modules prudentiels (voir ci-dessous). Dans le même ordre d'idée, les critères « foundation » devrait s'appliquer au niveau d'un montage de titrisation plutôt qu'au niveau d'une tranche, et ne devraient pas discriminer de façon excessive certaines tranches d'une même titrisation (en excluant certaines d'entre elles par exemple). Le traitement prudentiel pourrait être adapté au risque des actifs et des tranches.

Les titrisations STS doivent faciliter l'analyse du risque et permettre aux investisseurs de demeurer pleinement responsable de la conduite de leurs *due diligence*, comme ils le seraient pour n'importe quel type d'actif. De fait, il est important de ne pas donner de façon erronée un signal de qualité aux investisseurs, en laissant les titrisations STS être assimilées à des instruments à faible risque ou structurellement peu risqués. Dans cette optique, il doit être clair que les références à la « titrisation de haute qualité » doivent être entendues comme des références à la qualité des instruments.

Des « facteurs de risque additionnels », à déterminer secteur par secteur (banques, assurances, gestion, etc.), s'ajoutant aux critères de qualité minimum inclus dans les critères « *foundation* », pourraient ensuite être utilisés pour déterminer le traitement prudentiel d'un actif donné.

Le traitement le plus favorable sur le plan prudentiel devrait uniquement être appliqué aux titrisations « qualifiantes », c'est-à-dire celles qui satisfont à la fois l'exigence structurelle d'être STS, et les exigences des modules prudentiels sectoriels. De tels modules pourraient par exemple inclure les exigences de capital de solvabilité des assureurs, les exigences de liquidité bancaires, les règles BCE d'éligibilité des ABSPP.

Question 2:

A. To what extent should criteria identifying simple, transparent, and standardized short-term securitisation instruments be developed? What criteria would be relevant?
B. Are there any additional considerations that should be taken into account for short-term securitisations?

A. To what extent should criteria identifying simple, transparent, and standardized short-term securitisation instruments be developed? What criteria would be relevant?

La titrisation de court terme joue un rôle important dans le financement à court terme de l'économie. Ces instruments sont habituellement utilisés pour fournir un financement de court terme à des entreprises industrielles, et les actifs sous-jacents comprennent souvent des prêts automobiles ou des créances de cartes bancaires.

Selon nous, il est nécessaire de ne pas exclure ces programmes d'ABCP du champ du cadre STS, comme cela serait le cas si les critères étaient appliqués sans aucune adaptation.

Un grand nombre de critères applicables aux titrisations STS de long-terme peuvent être pertinents pour ces instruments de court terme. Néanmoins, les caractéristiques propres aux titrisations de court terme doivent être prises en compte d'une façon appropriée, et nécessitent le développement de critères spécifiques aux ABCP.

A titre d'exemple, les véhicules de court terme sont souvent des conduits *multi-seller* avec un sponsor. Une telle structure place le sponsor en position centrale dans le programme ABCP, ce qui constitue un facteur différenciant, notamment par rapport aux conduits d'arbitrage. Cette situation spécifique devrait être prise en compte.

Nous accueillons favorablement le travail initié par l'EBA dans ce domaine.

B. Are there any additional considerations that should be taken into account for short-term securitisations?

Une attention particulière doit être apportée aux caractéristiques des actifs sous-jacents, en raison de leur nature. Par exemple, la contrainte d'avoir au moins un paiement effectué par l'emprunteur est difficile à satisfaire étant donnée la structure de paiement des intérêts des instruments de court terme.

Enfin, nous souhaitons souligner que les programme ABCP doivent gérer la publication d'un volume important d'informations relatives aux expositions du conduit (souvent confidentielles ou sensibles commercialement). Un bon équilibre devra être trouvé entre la nécessité d'une transparence adéquate pour les investisseurs et une charge raisonnable pour les émetteurs (étant donné le volume important et le taux de renouvellement des actifs sous-jacents).

Question 3:

A. Are there elements of the current rules on risk retention that should be adjusted for qualifying instruments?
B. For qualifying securitisation instruments, should responsibility for verifying risk retention requirements remain with investors (i.e. taking an "indirect approach")? Should the onus only be on originators? If so, how can it be ensured that investors continue to exercise proper due diligence?

A. Are there elements of the current rules on risk retention that should be adjusted for qualifying instruments?

Les règles de rétention du risque ont été introduites en réaction aux excès et erreurs observés pendant la crise, et permettent un meilleur alignement des intérêts.

Il est essentiel de maintenir ces exigences, sans les affaiblir, à la fois pour les titrisations STS et non STS. Maintenir ces exigences de rétention pour toutes les titrisations est un minimum nécessaire pour limiter le développement de pratiques excessivement risquées.

B. For qualifying securitisation instruments, should responsibility for verifying risk retention requirements remain with investors (i.e. taking an "indirect approach")? Should the onus only be on originators? If so, how can it be ensured that investors continue to exercise proper due diligence?

Nous soutenons fortement l'approche dite « indirecte » (où la responsabilité porte sur les investisseurs), qui a le mérite d'assurer que les investisseurs n'acquièrent que des titrisations où les intérêts sont alignés, quelle que soit la juridiction, et que les investisseurs ont mené une *due diligence*.

Cependant, l'approche indirecte, fondée sur une validation externe de la qualification est coûteuse à mettre en œuvre et une approche directe pourrait être plus efficace quand elle est possible.

Dans son rapport récent à la Commission sur la rétention du risque, l'EBA recommande que l'actuelle approche indirecte puisse être complétée par une approche directe. Nous soutenons cette recommandation qui s'appliquerait à l'ensemble du marché, pas uniquement les titrisations STS.

Question 4:

A. How can proper implementation and enforcement of EU criteria for qualifying instruments be ensured?
B. How could the procedures be defined in terms of scope and process?
C. To what extent should risk features be part of this compliance monitoring?

A. How can proper implementation and enforcement of EU criteria for qualifying instruments be ensured?

Assurer la mise en œuvre des critères européens et la vérification de leur respect dans le temps pour les instruments qualifiants est un point crucial, car la demande des investisseurs en dépendra largement. La confiance des investisseurs sera l'élément clé de la relance de la titrisation.

Un des bénéfices majeurs à attendre des critères STS, au-delà de la création de structures homogènes, est la création d'un label STS aidant les investisseurs à mieux allouer le temps consacré aux *due diligence*.

Le label STS devrait permettre de fournir une information concentrée et fiable sur la structure et les caractéristiques clés d'une titrisation, permettant ainsi aux investisseurs de se concentrer sur leurs *due diligence*. Il ne devrait cependant pas donner de mauvaises incitations aux investisseurs, qui doivent continuer à conduire leurs *due diligence*.

Ceci étant dit, faire intégralement reposer la vérification des critères STS sur les épaules des investisseurs ne parait pas raisonnable, dans la mesure où cela aurait pour conséquence de considérablement allonger la durée des *due diligence* et de décourager beaucoup d'investisseurs, limitant par là le développement du marché.

Afin d'étendre la base d'investisseurs et de leur redonner confiance, les vérifications de conformité doivent être réalisées par une entité avec une forte crédibilité et dépourvue de problèmes d'aléa moral : l'impact potentiel sur le marché d'un label STS remis en cause par les investisseurs serait hautement néfaste et doit être évité. Pour ces raisons, la vérification de la conformité pourrait tomber sous la responsabilité des superviseurs (voir ci-dessous).

B. How could the procedures be defined in terms of scope and process?

Les principes suivants peuvent être pris en compte :

- Le processus dans son ensemble ne doit pas comporter de mauvaises incitations pour les investisseurs ou les originateurs
- Les conflits d'intérêt potentiels dans le processus de certification doivent être évités a priori plutôt qu'être sanctionnés a posteriori ;
- Le processus de certification ne devrait pas introduire une dépendance excessive vis-à-vis des parties tierces non régulées ou des parties tierces sans responsabilité vis-à-vis des investisseurs ;
- La mise en œuvre et la vérification des critères doivent tenir compte de l'asymétrie d'information (et doivent notamment éviter de donner la responsabilité de la certification à une partie qui ne dispose pas d'informations suffisantes).

Dans cette optique, l'auto-labellisation ne semble pas satisfaisante, dans la mesure où la crédibilité du dispositif serait discutable. Par ailleurs, l'auto-labellisation nécessiterait de développer un régime strict de sanctions administratives en cas de mauvaise conduite. Une solution entièrement privée ne semble pas non plus satisfaisante, car elle créerait des difficultés similaires à la dépendance vis-à-vis des agences de notation.

Une solution alternative serait de développer un mécanisme de labellisation pour les originateurs ou les sponsors de titrisations. Ce mécanisme fournirait un cadre clair pour vérifier

l'alignement des intérêts et le caractère approprié des comportements d'origination. En particulier un label STS, ainsi que les risques de réputation associés au possible retrait de ce label pourrait contribuer à un alignement d'intérêts amélioré.

Selon nous, deux options sont envisageables :

- **Implication directe du secteur public** : les superviseurs micro-prudentiels sont bien placés pour vérifier la conformité au moment de l'origination (faible asymétrie d'informations, absence de conflits d'intérêts), étant donné leur connaissance des originateurs et la responsabilité qu'ils endossent déjà pour la vérification du caractère significatif des transferts de risque associés. Cependant, étant donné les coûts induits (à la fois à l'émission et par la suite) et le risque de réputation associé, ils pourraient être réticents à assumer seuls cette responsabilité.
- **Implication indirecte du secteur public**: cette option consisterait à s'appuyer sur une tierce partie indépendante, sujette à supervision, sans pour autant écarter une implication supplémentaire des superviseurs micro prudentiels dans la vérification de la conformité à la réglementation. Cela serait un processus similaire à celui qui existe pour l'European Data Warehouse (qui certifie la qualité des données granulaires pour tous les ABS éligibles à la BCE). La difficulté est alors de s'assurer que cette tierce partie est bien en mesure d'effectuer la certification.

Le choix de l'entité responsable dépendra aussi du mécanisme choisi (certification par émission ou par émetteur).

Dans tous les cas, afin d'assurer un traitement équitable, il serait préférable que les critères d'identification soient clairs et objectifs, de façon à permettre une application homogène à travers l'ensemble des juridictions européennes et tout au long de la vie des opérations. Dans cette optique, il serait utile d'identifier quels critères sont susceptibles d'évoluer au cours de la vie des transactions, et devraient de ce fait faire l'objet de vérifications régulières, et ceux qui doivent faire l'objet d'un examen uniquement à l'origination.

C. To what extent should risk features be part of this compliance monitoring?

Les facteurs de risque devraient être uniquement utilisés pour déterminer le traitement prudentiel de la titrisation. De ce fait, ils doivent être vérifiés par le superviseur de l'investisseur, mais ne font pas partie de la certification STS.

Question 5:

A. What impact would further standardisation in the structuring process have on the development of EU securitisation markets?
B. Would a harmonised and/or optional EU-wide initiative provide more legal clarity and comparability for investors? What would be the benefits of such an initiative for originators?
C. If pursued, what aspects should be covered by this initiative (e.g. the legal form of securitisation vehicles; the modalities to transfer assets; the rights and subordination rules for noteholders)?
D. If created, should this structure act as a necessary condition within the eligibility criteria for qualifying securitisations?

A. What impact would further standardisation in the structuring process have on the development of EU securitisation markets?

L'absence généralisée de standardisation a été régulièrement citée par les investisseurs comme un obstacle au développement du marché de la titrisation. Ainsi, une plus grande standardisation dans le processus de structuration pourrait avoir un impact

positif sur le développement du marché européen en abaissant le coût d'entrée des investisseurs et en réduisant les coûts d'origination pour les établissements de crédit. De plus, une plus grande standardisation faciliterait également la tâche des superviseurs puisque cela permettrait une accélération du processus de validation d'un « Transfert de Risque Significatif ». Cependant, cette standardisation doit garder en ligne de mire la viabilité économique d'une transaction tout en veillant à l'adéquation avec les cadres législatifs nationaux (les législations nationales peuvent comporter des particularités en lien avec le droit des faillites, celui des titres ou les structures juridiques des véhicules de titrisation).

S'agissant des véhicules de titrisation, une éventuelle harmonisation et/ou une initiative européenne visant à mettre en place une nouvelle option pourrait avoir un intérêt pour :

- Clarifier le processus de titrisation pour les investisseurs tout en diminuant l'incertitude juridique ;
- Contribuer au développement d'une base d'investisseurs large et diversifiée ;
- Accroître la comparabilité des titrisations au-delà des critères STS.

B. Would a harmonised and/or optional EU-wide initiative provide more legal clarity and comparability for investors? What would be the benefits of such an initiative for originators?

Cf. question A.

C. If pursued, what aspects should be covered by this initiative (e.g. the legal form of securitisation vehicles; the modalities to transfer assets; the rights and subordination rules for noteholders)?

S'agissant des aspects pertinents qui devraient être couverts par cette initiative, la forme juridique des véhicules de titrisation est étroitement liée aux aspects juridiques clés d'une transaction (cession en pleine propriété, protection face à la faillite d'entités impliquées) : une plus grande standardisation exigerait des discussions sur les régimes de taxation, les droits des faillites, ceux des titres, ce qui semble difficile au vu du calendrier actuellement considéré.

Néanmoins, comme point de départ, une façon efficace de fournir de la clarté juridique et de la comparabilité aux investisseurs serait de créer une convention-cadre commune à toute l'UE, qui serait le corpus principal de la documentation légale. Les originateurs pourraient ensuite ajouter en annexe des provisions spécifiques, en détaillant les particularités de la titrisation qui différeraient du cadre commun (par exemple des spécificités liées à l'actif sous-jacent ou au cadre juridique national etc.). La création de ce cadre contractuel harmonisé standardiserait la documentation d'une structure de titrisation et diminuerait les coûts de *due diligence* pour un investisseur.

Commentaire additionnel :

En plus des points considérés ci-dessus, le rôle des intermédiaires administratifs, en particulier les dépositaires ou les gestionnaires de véhicules de titrisation, devrait être examiné avec soin. Ces entités jouent un rôle important en s'assurant que l'entité ad-hoc (SPV) opère de manière appropriée et ce, en accord avec ses responsabilités fiduciaires.

Les véhicules de titrisation STS devraient impliquer une entité gestionnaire, qui serait munie d'une personnalité légale distincte de l'originateur et de l'entité chargée de collecter les paiements et qui serait régulée par une autorité de supervision. Cette entité devra démontrer des compétences suffisantes et des pratiques irréprochables. Elle devra aussi disposer des ressources suffisantes pour opérer une surveillance dans les meilleurs intérêts des investisseurs.

D. If created, should this structure act as a necessary condition within the eligibility criteria for qualifying securitisations?

N/D

Question 6:

A. For qualifying securitisations, what is the right balance between investors receiving the optimal amount and quality of information (in terms of comparability, reliability, and timeliness), and streamlining disclosure obligations for issuers/originators?
B. What areas would benefit from further standardisation and transparency, and how can the existing disclosure obligations be improved?
C. To what extent should disclosure requirements be adjusted – especially for loan-level data[1] – to reflect differences and specificities across asset classes, while still reserving adequate transparency for investors to be able to make their own credit assessments?

Pour qu'une titrisation saine se développe, il est essentiel que les investisseurs conduisent une *due diligence* adéquate et détaillée avant tout investissement dans ces instruments. Ainsi, la première étape nécessaire dans la réalisation de cet objectif est la mise à disposition d'information suffisante pour cet usage.

Afin de diminuer les coûts de cette *due diligence*, un certain degré d'harmonisation est essentielle, à la fois sur les informations fournies aux investisseurs et sur la documentation accompagnant les émissions. Les informations ainsi mises à disposition des investisseurs ne devraient pas uniquement concerner les prêts titrisés en eux-mêmes mais aussi inclure des éléments concernant l'emprunteur qui pourraient être mises à jour au cours du temps.

Les maquettes de *reporting* pourraient nécessiter des ajustements suivant les différentes classes d'actifs. C'est notamment le cas des titrisations de court terme, dont les spécificités ne requièrent pas nécessairement des données prêts par prêts fréquemment mises à jour.

Question 7:

A. What alternatives to credit ratings could be used, in order to mitigate the impact of the country ceilings employed in rating methodologies and to allow investors to make their own assessments of creditworthiness?
B. Would the publication by credit rating agencies of uncapped ratings (for securitisation instruments subject to sovereign ceilings) improve clarity for investors?

N/D

Question 8:

A. For qualifying securitisations, is there a need to further develop market infrastructure?
B. What should be done to support ancillary services? Should the swaps collateralisation requirements be adjusted for securitisation vehicles issuing qualifying securitisation instruments?
C. What else could be done to support the functioning of the secondary market?

[1] For example, securitisation encompassing revolving underlying assets (e.g. credit card receivables), compared to static pools (e.g. residential mortgages).

L'accès à l'information et la comparabilité sont essentiels pour les investisseurs, et la comparabilité inhérente aux titrisations STS pourrait être exploitée afin de faciliter la tâche des investisseurs souhaitant étudier et comparer des titrisations.

Nous accueillons favorablement les nouvelles initiatives visant à utiliser les volumes importants de données harmonisées sur le marché des titrisations STS afin d'améliorer l'information des investisseurs.

Concernant les exigences d'EMIR, nous ne sommes pas favorables à un traitement différencié pour les titrisations STS. Cela reviendrait à fournir un avantage compétitif aux titrisations STS qui dépendent de l'utilisation de produits dérivés par rapport à celles qui n'en utilisent pas. Cela pourrait constituer une mauvaise incitation, puisque les structures STS ne devraient pas être incitées à utiliser ces dérivés, et serait contradictoire avec l'objectif de revitaliser un marché de la titrisation simple et sain.

Question 9:

- With regard to the capital requirements for banks and investment firms, do you think that the existing provisions in the Capital Requirements Regulation adequately reflect the risks attached to securitised instruments?

Le cadre CRR pour la titrisation est actuellement, dans l'ensemble, relativement souple, avec une pondération plancher à 7% en IRB et à 20% en SA.

Cependant, la future déclinaison, au niveau de l'UE, des révisions du standard relatif à la titrisation adoptées par le comité de Bâle en 2014 pourrait poser des difficultés aux titrisations STS. Le nouveau cadre Bâlois est de fait beaucoup plus conservateur pour tous les types de titrisation et pourrait s'avérer punitif pour les structures les plus solides qui ont pourtant prouvé leur résilience pendant la crise.

Selon nous, les exigences en termes de capital relatives aux titrisations STS doivent être calibrées de manière à assurer, autant que possible, une neutralité entre les exigences applicables aux actifs sous-jacents et celles applicables aux actifs titrisés, tout en maintenant une différence (pénalisante pour la titrisation) concernant le total agrégé des exigences en capital, dans la mesure où un investissement dans les actifs sous-jacents est plus simple et transparent qu'un investissement dans les actifs titrisés (et qu'une telle différence permet également d'éviter les arbitrages réglementaires).

A cet égard, il serait utile d'examiner plus avant la question de savoir si le plancher de 15% qui figure actuellement dans le cadre bâlois révisé constitue un objectif pertinent, tout en gardant à l'esprit qu'il sera utile d'établir un comparatif entre le traitement des actifs titrisés et celui d'autres classes d'actifs.

Dans cette optique, il est utile de conserver une distinction entre les actifs titrisés et les obligations sécurisées (« covered bonds »), qui bénéficient d'une pondération, appropriée, de 10% en raison de leur nature particulière (double recours) et de leurs standards de qualité élevés (qualité du portefeuille, supervision spécifique) qui constituent un vrai différentiel en matière de qualité.

Si nécessaire, des ajustements aux propositions Bâloises devraient plutôt procéder par décotes (« haircuts ») sur les *floor* et les pondérations obtenues par les différentes approches plutôt que par une modification des paramètres. Cela constituerait la solution la plus simple et la plus claire au regard de la motivation politique qui fonde l'initiative d'un cadre dédié pour la titrisation STS.

Cependant, il est nécessaire de conserver à l'esprit le fait que les travaux sur les exigences de capital ne doivent pas uniquement se concentrer sur les exigences bancaires : la titrisation doit être une façon pour les banques d'alléger leur bilan afin de pouvoir financer l'économie par de nouveaux prêts, et non pas d'acquérir les créances originées par d'autres banques. Les banques ne doivent pas devenir les principaux investisseurs du marché de la titrisation (comme cela a été le cas avant la crise).

Question 10

- If changes to EU bank capital requirements were made, do you think that the recent BCBS recommendations on the review of the securitisation framework constitute a good baseline? What would be the potential impacts on EU securitisation markets?

Les accords de Bâle doivent rester la base des exigences de capital pour les banques Européennes. Cependant, ceux-ci devraient prendre en compte les caractéristiques spécifiques des titrisations STS. Ainsi, de notre point de vue, si des modifications sont apportées aux exigences de capital bancaires, celles-ci doivent s'efforcer d'être cohérentes avec les futures recommandations BCBS amendées sur la revue du cadre applicable à la titrisation (prévue pour la fin du semestre) and non avec le document BCBS de décembre 2014 « Révisions du cadre applicable à la titrisation » dans la mesure où ce dernier n'est pas approprié et ne distingue pas les titrisations STS.

Question 11:

- How should rules on capital requirements for securitisation exposures differentiate between qualifying securitisations and other securitisation instruments?

Les exigences de capital ne doivent pas favoriser artificiellement les titrisations STS mais doivent reconnaitre leur qualité, en cohérence avec celle de la structure et des actifs sous-jacents, mesurée par les facteurs de risque additionnels (si tel n'est pas le cas, alors l'avantage prudentiel en termes d'exigence de capital associée à l'origination ou l'investissement dans des titrisations STS devrait être faible). Au regard du caractère conservateur du cadre Bâlois actuel pour la titrisation, il ne semble pas nécessaire d'accroitre les exigences de capital pour les titrisations non-STS.

Un simple label pourrait ne pas être suffisant pour relancer le marché : un tel label existe déjà et bien qu'il soit reconnu utile, il n'a pas eu un effet déterminant sur le marché au vu de l'incertitude existant sur l'évolution des charges en capital. Une adaptation des charges en capital pour les titrisations STS, allant de pair avec une forme de labellisation, et cohérente avec les risques sous-jacents, semble nécessaire.

Question 12:

- Given the particular circumstances of the EU markets, could there be merit in advancing work at the EU level alongside international work?

Dans le processus de définition de son propre cadre pour une titrisation saine, l'UE fait face à un choix délicat : doit-elle montrer l'exemple en définissant ses propres critères ambitieux, ou doit-elle simplement suivre les standards internationaux ? La cohérence internationale est souhaitable et importante pour assurer une égalité concurrentielle internationale, mais l'incertitude persiste quant à savoir si les standards de haute qualité définis par BCBS-IOSCO pourront prendre effet en temps voulu.

De ce fait, puisque que les critères fondateurs ont déjà été définis au sein d'un groupe de travail international dédié, la voie la plus prometteuse pour l'Europe est désormais de faire avancer ce chantier en mettant effectivement en œuvre la définition de standards de haute qualité et d'un traitement prudentiel approprié (comparativement à l'actuel cadre Bâlois), au travers d'une solution européenne qui pourra ensuite inspirer les initiatives internationales.

Question 13:

- Are there wider structural barriers preventing long-term institutional investors from participating in this market? If so, how should these be tackled?

La définition de titrisations éligibles à un traitement prudentiel spécifique serait indiscutablement favorable au développement de ce marché.

Cependant, d'autres obstacles existent, et cette définition n'est sans doute pas suffisante en tant que telle pour relancer le marché.

En particulier, de nombreuses banques ne disposent pas encore des infrastructures informatiques nécessaires à la titrisation d'actifs à leur bilan. Le développement de ces infrastructures pourrait prendre du temps.

De plus, l'équation économique pour la titrisation n'est pas toujours claire, dans la mesure où il est pour le moment plus onéreux pour une banque de refinancer ses actifs via la titrisation plutôt que par d'autres canaux. Si, pour certaines institutions financières, l'équilibre économique reste favorable à d'autres canaux, cette situation ne doit pas être vue comme un problème dans la mesure où les caractéristiques des banques peuvent être très différentes en fonction de leur modèle économique et de leur bilan (par exemple, les covered bonds peuvent être plus attractifs pour certaines institutions étant donné leur robustesse de long terme, qui permet de maintenir les prix à des niveaux bas étant donné que de nombreuses banques n'ont aucune difficulté à conserver les actifs à leur bilan). Une harmonisation renforcée pourrait cependant contribuer à réduire les coûts d'origination, et donc à l'attractivité de la titrisation.

Question 14:

A. For insurers investing in qualifying securitised products, how could the regulatory treatment of securitisation be refined to improve risk sensitivity? For example, should capital requirements increase less sharply with duration?
B. Should there be specific treatment for investments in non-senior tranches of qualifying securitisation transactions versus non-qualifying transactions?

A. For insurers investing in qualifying securitised products, how could the regulatory treatment of securitisation be refined to improve risk sensitivity?

Dans la version finale des actes délégués de Solvabilité 2, le choc applicable aux titrisations de type 1 dans la formule standard a été abaissé pour ne pas excéder le choc calibré sur les actifs sous-jacents. Ce cap, indépendant de la qualité de la tranche titrisée, a été uniformément fixé à 3% par année de duration pour les tranches de type 1 de qualité de crédit 1, 2 et 3. Il devrait être envisagé un abaissement supplémentaire afin de rétablir une certaine sensibilité au risque, et mieux tenir compte de l'amélioration de la qualité des tranches seniors liée au processus de titrisation. Ceci est d'ailleurs d'autant plus justifié que des incohérences persistent encore entre les réglementations prudentielles bancaire et assurantielle.

Par ailleurs, la formule standard pour le calcul du SCR capture un risque de spread qui augmente avec la maturité de l'actif. Cette approche, généralisée à tous les actifs porteurs

d'un risque de spread (tant les obligations que les titrisations) et l'absence de cap au-delà d'une certaine maturité pénalisent la détention d'actifs de long terme. L'augmentation des exigences de capital avec la duration devrait être revue à la baisse pour tous les actifs et étendue aux titrisations.

B. Should there be specific treatment for investments in non-senior tranches of qualifying securitisation transactions versus non-qualifying transactions?

Ainsi que le précise la consultation BCBS-IOSCO, les critères pour les titrisations STS devraient cibler le processus de structuration et non la qualité de crédit de la tranche, et donc ne pas exclure a priori les tranches non-senior de cette qualification. En effet, l'objectif poursuivi est de permettre aux investisseurs d'évaluer la qualité de crédit avec un bon niveau de confiance, et non de limiter a priori leur exposition à certains risques de crédit. Dès lors, en cohérence avec cette approche, l'introduction d'une catégorie dédiée de titrisations STS non seniors dans Solvabilité 2 doit être soutenue, même si elle doit nécessairement s'accompagner d'une révision des calibrages de toutes les catégories non senior de titrisation.

Question 15:

A. How could the institutional investor base for EU securitisation be expanded?
B. To support qualifying securitisations, are adjustments needed to other EU regulatory frameworks (e.g. UCITS, AIFMD)? If yes, please specify.

La base d'investisseurs institutionnels européens peut être élargie à deux conditions :

- Les investisseurs ont confiance dans le fait que le futur cadre STS va effectivement les aider à limiter leurs conflits d'intérêts et faciliter leur accès à une information pertinente et standardisée.
- Les investisseurs sont incités à investir dans l'infrastructure informatique et le capital humain pour accroitre leur capacité à analyser les instruments de titrisation

Les investisseurs peuvent être découragés de lancer de tels investissements alors que les volumes actuels disponibles sur le marché sont faibles. Le marché pourrait s'engager dans un cercle vertueux si les investisseurs ont confiance.

Dans cette optique, les investisseurs seraient aidés par :

- Une régulation trans-sectorielle de la titrisation, définie comme une classe d'actifs ;
- Une bonne articulation avec les réglementations existantes, par exemple AIFMD ;
- Une standardisation des reportings relatifs à la titrisation, de façon à réduire le coût des *due diligence* ;
- Une clarification et une harmonisation des *due diligence* et des règles de transparence.

Question 16:

A. What additional steps could be taken to specifically develop SME securitisation?
B. Have there been unaddressed market failures surrounding SME securitisation, and how best could these be tackled?
C. How can further standardisation of underlying assets/loans and securitisation structures be achieved, in order to reduce the costs of issuance and investment?
D. Would more standardisation of loan level information, collection and dissemination of comparable credit information on SMEs promote further investment in these instruments?

Nous partageons l'avis de la Commission Européenne sur l'effet bénéfique de la revitalisation du marché de la titrisation sur le financement de long terme des économies européennes, et notamment des petites et moyennes entreprises (PME). Un marché de la titrisation sain et robuste serait une source de financement alternative pour l'économie, et permettrait une participation plus importante et plus directe des investisseurs institutionnels au financement des PME, à un moment où une plus grande diversification de leurs portefeuilles leur serait bénéfique.

Cependant, comme la Commission Européenne le souligne, les crédits aux PME seront sans doute difficiles à titriser, en lien avec la nature hétérogène des crédits, et la difficulté pour évaluer le risque sous-jacent. De ce fait, la titrisation des crédits aux PME ne s'est jamais réellement développée, même avant la crise financière. Étant donné les volumes en jeu, la titrisation d'autres types d'actifs parait plus structurante. La titrisation de ces autres actifs devrait néanmoins contribuer, bien qu'indirectement, au financement des PME en levant les contraintes sur la taille des bilans bancaires.

Question 17:

- To what extent would a single EU securitisation instrument applicable to all financial sectors (insurance, asset management, banks) contribute to the development of the EU's securitisation markets? Which issues should be covered in such an instrument?

Nous soutenons la mise en place d'une nouvelle législation européenne qui contiendrait une définition unique de la titrisation et regrouperait les mesures applicables aux titrisations actuellement présentes dans différents textes européens sectoriels.

La revitalisation du marché de la titrisation ne devrait pas se limiter à la définition d'une titrisation STS, mais devrait également assurer la cohérence entre les différentes lois européennes.

La création d'un texte européen dédié à la titrisation permettrait de mettre fin à la fragmentation des règlementations sectorielles, chacune liée à un acteur du système financier avec des règles applicables aux produits titrisés.

Selon nous, il est important que ce texte (i) inclue des règles harmonisées pour toutes les titrisations (définitions, exigences de vérifications préalables, règles de divulgation d'information, règles de rétention du risque,…) ; (ii) définisse les titrisations STS, ce qui contribuera au développement du marché de la titrisation.

Question 18:

A. For qualifying securitisation, what else could be done to encourage the further development of sustainable EU securitisation markets?
B. In relation to the table in Annex 2 are there any other changes to securitisation requirements across the various aspects of EU legislation that would increase their effectiveness or consistency?

Concernant la question B, voir la question 17.