



DF
E

DROIT DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE REVUE EUROPÉENNE

Les nouveaux modes de financement de l'économie en Europe

État des lieux en matière
de *crowdfunding* – Un mode
de financement des entreprises
en plein essor

David Raes

L'union des marchés
de capitaux : état des lieux

Olivier Guersent

L'impact de l'entrée en vigueur
du nouveau règlement (UE)
2017/2402 sur le régime
luxembourgeois actuel
de la titrisation

Adrian Sedlo

ICO – La « numismatisation »
de l'économie

Gary Cywie

#01 ISSN 2658-9559

DÉCEMBRE 2018

LEGIH éditeur juridique

L'IMPACT DE L'ENTRÉE EN VIGUEUR DU NOUVEAU RÈGLEMENT (UE) 2017/2402 (CRÉANT UN CADRE GÉNÉRAL POUR LA TITRISATION ET LES TITRISATIONS STS) SUR LE RÉGIME LUXEMBOURGEOIS ACTUEL DE LA TITRISATION



ADRIAN SEDLO

MANAGING PARTNER, AVOCAT À LA COUR, SEDLO LAW FIRM

À la suite de la crise financière de 2008, le marché mondial des titrisations a globalement connu un net recul en matière de montant d'actifs titrisés. Ce domaine spécifique des financements structurés, autrefois hautement prisé, a été considéré comme l'un des mécanismes les plus redoutables pour avoir contribué à répandre, dans le système financier mondial, la crise américaine des *subprimes*.

Ce n'est qu'en 2014 que la Commission européenne a annoncé son intention de relancer le marché des titrisations de qualité en tenant compte des erreurs commises avant la crise financière de 2008¹.

Ce travail de la Commission a finalement abouti à l'adoption du règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées (ci-après le règlement 2017/2402 ou le Règlement).

Le marché luxembourgeois de la titrisation a certes également été affecté par la crise financière de 2008, mais l'on a constaté dès 2010 une augmentation régulière du nombre de créations de véhicules de titrisation, pour atteindre dès 2014 à peu près le nombre de créations intervenues en 2007.

L'attractivité de la place luxembourgeoise a été très largement favorisée par le grand succès de la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation (ci-après la loi de 2004). Cette loi sur mesure, adoptée pour rendre spécifiquement valables et exécutoires en droit luxembourgeois les mécanismes clés de la titrisation, a en effet attiré tous les acteurs mondiaux majeurs de la titrisation à Luxembourg qui n'ont pas hésité à créer un nombre tout à fait

impressionnant de véhicules de titrisation luxembourgeois (SPV)².

L'entrée en vigueur du Règlement a tout d'abord quelque peu intrigué les professionnels de la place, notamment quant à l'impact dudit Règlement sur la loi de 2004. D'ores et déjà, nous pouvons néanmoins dire qu'il n'y a aucune « crainte » à avoir, dans le sens où la loi de 2004 ne sera que très peu affectée. Le règlement 2017/2402 crée en réalité un régime communautaire tout à fait spécifique qui ne s'appliquera qu'aux « titrisations » telles que définies dans le Règlement.

En réalité, en analysant plus en profondeur le Règlement, l'on s'aperçoit au contraire que l'entrée en vigueur du Règlement va créer pour la place luxembourgeoise d'énormes opportunités.

Nous allons dans un premier temps étudier les points saillants du règlement 2017/2402 (I) pour ensuite en étudier l'impact possible sur la loi de 2004 (II)

I. LES POINTS SAILLANTS DU RÈGLEMENT 2017/2402

Dans la présente courte étude, nous ne pouvons malheureusement pas faire un compte rendu et une analyse détaillés de toutes les dispositions du règlement 2017/2402. Nous nous limiterons par conséquent aux points principaux ressortant de ce dernier en essayant d'énoncer ceux-ci sans aller dans un détail technique qui serait bien entendu nécessaire dans le cadre d'une étude juridique plus poussée.

Ainsi, très souvent, les points principaux relatés comportent dans le Règlement des exceptions (par exemple, dans le cas des opérations *asset-backed commercial pa-*

1. Considérant (2) du règlement 2017/2402.

2. PWC Luxembourg estime dans son étude *Securitisation in Luxembourg – A comprehensive guide* de juin 2018 le nombre d'organismes de titrisation créés à environ 2000 depuis l'entrée en vigueur de la loi de 2004.

per – ABCP) qu'il nous est impossible, dans le cadre de cette courte étude, de mentionner sous peine de rendre cette étude sur l'impact de ce Règlement (très technique et sophistiqué) totalement indigeste.

Cet avertissement liminaire étant fait, nous voudrions tout d'abord mettre l'accent sur un certain renouveau terminologique introduit par le Règlement.

A. Terminologie nouvelle utilisée

Si la majeure partie des termes généralement utilisés dans le jargon technique habituel de la titrisation sont restés inchangés, il convient de relever cependant quelques nouveautés à connaître à l'avenir. Ainsi, un véhicule de titrisation est dénommé «entité de titrisation» en français et *securitisation special purpose entity* (ou SSPE) en anglais, au lieu du terme plus générique généralement utilisé de *Special Purpose Vehicle* (SPV). L'avenir nous dira si le terme de SSPE va s'imposer spécifiquement par rapport à celui de SPV.

Un *arranger* (généralement la banque d'affaires mettant en place la structure pour son client originateur) est désormais appelé *sponsor*. Outre son rôle dans l'établissement de la structure, la définition de *sponsor* dans le Règlement tient également compte du fait que, dans de nombreux cas, le *sponsor* gère également lui-même le portefeuille d'actifs sous-jacents.

Point intéressant, le Règlement fait une distinction entre l'*originator* (appelé «initiateur» en français) et l'*original lender* («prêteur initial» en français), pour tenir compte du cas où l'entité qui a conclu l'obligation sous-jacente de base et celle qui la vend au véhicule de titrisation seraient deux personnes différentes.

B. Définition de «titrisation» dans le règlement 2017/2402

L'enjeu principal du Règlement va tourner autour de la définition de «titrisation», dans la mesure où ce n'est que si l'opération considérée constitue une titrisation au sens du Règlement 2017/2402 que ce dernier aura vocation à s'appliquer.

L'article 2, 1) du Règlement définit la titrisation comme «une opération par laquelle, ou un dispositif par lequel, le risque de crédit associé à une exposition ou à un panier d'expositions est *subdivisé en tranches*, et qui présente l'ensemble des caractéristiques suivantes :

- les paiements effectués dans le cadre de l'opération ou du dispositif dépendent de la performance de l'exposition ou du panier d'expositions;
- la *subordination* des tranches détermine la répartition des pertes pendant la durée d'existence de l'opération ou du dispositif;
- la transaction ou le dispositif ne crée *pas d'expositions* qui présentent *toutes* les caractéristiques énumérées à l'article 147, paragraphe 8, du règlement (UE) n° 575/2013».

Ces caractéristiques des expositions énumérées à l'article 147, paragraphe 8 (auxquelles, rappelons-le, l'opération de titrisation ne doit pas être exposée) sont les suivantes :

- elles existent à l'égard d'une entité qui a été créée spécifiquement pour financer ou gérer des actifs *corporels* ou constituent des expositions comparables sur le plan économique;
- les dispositions contractuelles donnent au prêteur un *degré important de contrôle* sur les actifs et le revenu qu'elles génèrent;
- la *première source* de remboursement du prêt réside dans le *revenu généré par les actifs financés*, plutôt que dans la capacité indépendante de remboursement d'une entreprise commerciale considérée dans son ensemble.

Ainsi, si l'opération n'implique pas un risque de crédit subdivisé en tranches subordonnées les unes par rapport aux autres, le Règlement (ainsi que toutes les obligations y contenues) ne s'appliquera pas.

Pareillement, le Règlement ne s'appliquera pas à une opération utilisée pour financer ou gérer des actifs corporels en s'exposant aux risques liés spécifiquement à ces actifs corporels, et ce, même si l'opération comporte un tranche ou une subordination³.

Par conséquent, au vu de la large panoplie des titrisations pouvant être réalisées sous le régime de la loi de 2004, le champ d'application du règlement 2017/2402 semble relativement restreint, de sorte que bon nombre de titrisations réalisées au moyen de SPV luxembourgeois échapperont à notre avis à l'application du Règlement.

C. Exigences de due-diligence applicables aux investisseurs institutionnels⁴

Les investisseurs institutionnels établis dans l'Union européenne (dont font partie en substance les établissements de crédit, les entreprises d'assurance et de réassurance, les fonds de pension, les sociétés de gestion d'OPCVM, les

3. Cf. également le considérant (6) du Règlement à ce sujet.

4. Cf. plus en détail l'article 5 du Règlement.

GFIA et les OPCVM gérés en interne) sont soumis à des exigences de *due-diligence* relativement lourdes, tant avant que pendant la détention d'une position de titrisation.

Ces exigences de *due-diligence* démontrent clairement la méfiance du législateur européen vis-à-vis des opérations de titrisation et sa volonté d'encadrer de manière relativement stricte les investissements dans les titrisations tombant dans le champ d'application du Règlement.

1) Exigences de *due-diligence* avant la détention d'une position de titrisation

Avant la détention d'une position de titrisation, la *due-diligence* par les investisseurs institutionnels devra porter, très sommairement et sans rentrer dans le détail ici, sur des aspects tels que l'existence de critères et de procédures rigoureux pour l'octroi par l'initiateur (ou le prêteur initial) de prêts, l'existence d'une rétention de risque (qui est en principe de 5 % au moins) par l'initiateur (ou le prêteur initial) ou le *sponsor*, l'existence d'informations sur les actifs sous-jacents, l'existence d'une documentation transactionnelle et de la notification STS (dont nous allons parler plus bas), l'existence de rapports trimestriels relatifs à la performance et à la qualité des sous-jacents, aux flux de trésorerie et au risque retenu, l'existence d'informations privilégiées.

L'investisseur institutionnel devra également procéder à une évaluation poussée des risques.

2) Exigences de *due-diligence* pendant la durée de détention d'une position de titrisation

Pendant la durée de détention d'une position de titrisation, un investisseur institutionnel doit établir des procédures écrites adaptées qui sont proportionnées au profil de risque de la position de titrisation.

Il doit également procéder régulièrement à des tests de résistance sur les flux de trésorerie et la valeur des sûretés garantissant les expositions sous-jacentes ou à des tests de résistance sur les pertes anticipées.

L'organe de direction de l'investisseur institutionnel doit également recevoir des rapports internes pour avoir connaissance des risques significatifs découlant de la position de titrisation afin de s'assurer que ces risques sont gérés de manière adéquate.

D. Exigences de rétention de risque⁵

L'initiateur, le *sponsor* ou le prêteur initial d'une titrisation doit en principe retenir en permanence un intérêt économique net significatif d'au moins 5 % dans ladite titrisation. En principe, la rétention du risque se fait par une souscription des titres émis par la SSPE.

La rétention de l'intérêt économique net significatif ne peut pas être divisée entre différents types de rétenteurs et ne doit faire l'objet d'aucune atténuation (*hedging*) du risque de crédit ou couverture. En l'absence d'accord entre l'initiateur, le *sponsor* et le prêteur initial sur celui qui conservera l'intérêt économique net significatif, c'est l'initiateur qui le retiendra.

Cette exigence tend à assurer que soit les initiateurs soit l'arrangeur de la structure restent exposés aux risques liés à la structure de manière à ce qu'il ne soit pas procédé à un transfert d'actifs de qualité douteuse auxquels seuls de nouveaux investisseurs tiers seraient exposés.

Les exceptions à la rétention de risque sont d'ailleurs assez limitées puisqu'elles ne concernent en principe que les titrisations garanties par des autorités ou organismes financiers étatiques ou publics (tels que les banques centrales, les banques de développement et les États) ou alors celles fondées sur un indice clair, transparent et accessible (par exemple, si les actifs sous-jacents sont composés de titres admis sur un marché réglementé).

E. Critères de qualité quant aux actifs titrisés

Les initiateurs ne doivent pas, sous peine de sanctions, sélectionner les actifs à transférer à la SSPE dans le but de rendre les pertes sur les actifs transférés à la SSPE plus importantes que celles enregistrées au cours de la même période sur des actifs comparables inscrits au bilan de l'initiateur.

L'on constate très bien ici le souci du législateur européen de vouloir exclure toute tentative pour une banque ou un autre initiateur d'essayer de se «débarrasser» d'actifs nuisibles ou de qualité inférieure et de les transmettre aux marchés financiers à travers le mécanisme de la titrisation.

Notons d'ores et déjà ici qu'il semblerait bien que la titrisation de *non-performing loans* sous ce régime européen puisse s'avérer assez difficile, voire impossible dans beaucoup de cas au vu du Règlement 2017/2402. Par contre, ces prêts défaillants pourraient alors bien s'être continués à être titrisés sous le régime de la loi de 2004 pour autant que le règlement 2017/2402 ne s'applique pas.

5. Cf. plus en détail l'article 6 du Règlement.

F. Exigences de transparence⁶

L'initiateur, le *sponsor* et la SSPE d'une titrisation (ces entités doivent d'ailleurs s'entendre entre elles sur l'entité qui va le faire) doivent mettre au minimum les informations suivantes à la disposition des détenteurs d'une position de titrisation, des autorités compétentes et, sur demande, des investisseurs potentiels :

- des informations sur les expositions sous-jacentes, sur une base trimestrielle;
- toute la documentation sous-jacente (qui est essentielle à la compréhension de l'opération et qui doit comprendre une description détaillée de l'ordre de priorité des paiements);
- en l'absence de prospectus, un résumé de l'opération ou un aperçu des principales caractéristiques de la titrisation;
- dans le cas de titrisations STS, la notification STS (que nous allons traiter plus bas);
- toute information privilégiée devant être rendue publique en vertu de la réglementation sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (ou, si cette réglementation ne s'applique pas, tout événement important impactant la titrisation).

La mise à disposition de ces informations se fait au moyen d'un «référentiel des titrisations» qui est un nouveau type d'entité enregistrée par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) qui collecte et conserve les enregistrements relatifs aux titrisations.

G. Interdiction de la retitrisation⁷

Considérée comme un instrument majeur de propagation de la crise financière en 2008 en raison de l'absence de transparence qu'elle peut générer, la retitrisation (c'est-à-dire une titrisation dans laquelle au moins une des positions est une position de titrisation) est, en principe, interdite pour les titrisations tombant dans le champ d'application du règlement 2017/2402.

Il est à noter néanmoins que cette interdiction ne vaut en principe que pour l'avenir, c'est-à-dire pour les titrisations dont les titres seront émis à compter du 1^{er} janvier 2019.

Par ailleurs, une autorité compétente pourra autoriser une retitrisation si cette dernière poursuit des «fins légitimes». L'article 8, 3, du Règlement 2017/2402 précise à ce sujet qu'on entend par «fins légitimes» la liquidation d'un établissement de crédit, d'une entreprise d'investisse-

ment ou d'un établissement financier, ou le fait d'assurer la viabilité de ces entités afin d'éviter leur liquidation ou, finalement, la préservation des intérêts des investisseurs lorsque les actifs sous-jacents sont non performants.

La définition étant pour le moment limitative, il n'y a en l'état actuel pas d'autre dérogation à cette interdiction de la retitrisation.

H. Critères de qualité relatifs à l'octroi de crédits⁸

Comme déjà indiqué ci-dessus dans la description des exigences de *due-diligence* applicables aux investisseurs institutionnels, le législateur européen a voulu clairement éviter la titrisation de prêts octroyés de manière cavalière ou abusive. Des méthodes parfois douteuses d'octroi de prêts (titrisés par la suite) ont en effet été mises en lumière dans le cadre de la crise financière.

Pour faire face à cette problématique, le Règlement précise, dans son article 9, qu'en principe les initiateurs, *sponsors* et les prêteurs initiaux doivent appliquer aux expositions à titriser les mêmes critères rigoureux et bien définis, et les mêmes procédures (en matière d'approbation, de modification, de reconduction ou de refinancement) pour l'octroi de prêts que ceux qu'ils appliquent aux expositions non titrisées.

I. Les titrisations simples, transparentes et standardisées (STS)⁹

Une des principales innovations du règlement 2017/2402 est la possibilité pour les initiateurs, les *sponsors* et les SSPE de labelliser leurs titrisations STS à condition que la titrisation en question remplisse les conditions de simplicité, de transparence et de standardisation et qu'elle figure sur la liste des titrisations STS tenues sur le site internet de l'AEMF.

Il convient de mettre l'accent sur le fait que les titrisations STS ne représentent qu'une partie des titrisations visées par le Règlement. L'investissement dans des titrisations STS permet en particulier aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement de bénéficier d'un traitement prudentiel plus favorable (notamment pour ce qui concerne les capitaux propres requis pour un tel investissement).

Afin de pouvoir être dénommée «STS», une titrisation doit, comme indiqué plus haut, remplir des conditions de simplicité, de transparence et de standardisation que nous allons examiner très sommairement ici.

6. Cf. plus en détail l'article 7 du Règlement.

7. Cf. plus en détail l'article 8 du Règlement.

8. Cf. plus en détail l'article 9 du Règlement.

9. Cf. plus en détail les articles 18 et s. du règlement 2017/2402.

1) Conditions de simplicité

a) Nécessité d'une *true sale*

Le règlement 2017/2402 prévoit que seules les titrisations avec cession parfaite des actifs (*true sale*) peuvent être qualifiées de titrisations STS. Dans le cas d'une titrisation avec cession parfaite, la propriété des expositions sous-jacentes est effectivement cédée à une SSPE.

Cela exclut en l'état actuel des choses les titrisations «synthétiques» effectuées au moyen de dérivés ou de garanties, car celles-ci ne transfèrent pas l'actif ou l'exposition sous-jacente eux-mêmes, mais uniquement le risque de crédit afférent à ces actifs ou expositions. Une extension des titrisations STS à des titrisations synthétiques est néanmoins à l'étude et pourrait être autorisée à l'avenir.

En outre, le transfert ou la cession des expositions sous-jacentes à la SSPE ne devrait pas en principe pouvoir être remis en cause par des dispositions légales de récupération en cas d'insolvabilité du vendeur afin d'éviter une invalidation postérieure du transfert des actifs à la SSPE.

b) Pas de gestion active des portefeuilles

Les actifs sous-jacents transférés de l'initiateur à la SSPE devraient satisfaire à des critères d'éligibilité prédéterminés et clairement définis qui ne permettent en principe pas une gestion de portefeuille active de ces expositions sur une base active et discrétionnaire.

L'organe de gestion doit en outre disposer d'une expertise en matière de gestion d'expositions de nature similaire à celles qui sont titrisées et doit mettre en place des politiques, des procédures et des mécanismes de gestion des risques bien documentés et adéquats.

c) Actifs sous-jacents de bonne qualité

Les actifs et expositions sous-jacents ne devraient pas en principe inclure des actifs ou expositions en défaut ni des expositions vis-à-vis de débiteurs ou de garants qui rencontrent des difficultés de crédit spécifiques (par exemple, des débiteurs qui ont été déclarés insolvable).

d) Portefeuilles d'actifs homogènes

Les opérations de titrisation doivent être exposées à des paniers d'expositions homogènes en matière de types d'actifs (tels que, par exemple, des paniers de prêts immobiliers résidentiels ou des paniers de prêts aux entreprises, etc.), ce afin de garantir que les investisseurs puissent exercer une *due-diligence* appropriée solide et pour faciliter l'évaluation des risques sous-jacents.

En outre, les expositions sous-jacentes ne devraient pas en principe inclure de valeurs mobilières (sauf valeurs mobilières sous forme d'obligations dans certains cas précis).

e) Interdiction du «*originate to distribute*»

Le règlement 2017/2402 exige que les expositions à titriser soient instaurées dans le cadre normal des activités de l'initiateur ou du prêteur initial. Les critères et procédures d'octroi ne devraient ainsi pas être moins stricts que ceux que l'initiateur ou le prêteur initial applique, au moment de l'initiation, à des expositions similaires qui ne sont pas titrisées. Le législateur veut ainsi éviter les excès passés de l'«*originate to distribute*» consistant à octroyer des prêts de manière laxiste en sachant à l'avance que ces prêts seront en fin de compte transférés à des tiers.

2) Condition de transparence

L'initiateur et le *sponsor* doivent mettre 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.

Avant l'émission des titres résultant de la titrisation, un échantillon des expositions sous-jacentes doit être soumis à une vérification par une partie indépendante externe qui doit s'assurer notamment du fait que les données communiquées sur les actifs sous-jacents soient exactes.

L'initiateur ou le *sponsor* doit également mettre à la disposition des investisseurs potentiels un modèle de flux de trésorerie des passifs qui représente de manière précise la relation contractuelle entre les expositions sous-jacentes et les paiements effectués entre l'initiateur, le *sponsor*, les investisseurs, d'autres tiers et la SSPE.

En cas de titrisation pour laquelle les expositions sous-jacentes sont des prêts immobiliers résidentiels ou des prêts ou crédits-bails automobiles, l'initiateur et le *sponsor* doivent publier les informations disponibles concernant les performances environnementales des actifs financés par ces prêts.

3) Conditions de standardisation

a) Rétention du risque

L'initiateur, le *sponsor* ou le prêteur initial doit satisfaire à l'exigence de rétention du risque décrit plus haut.

b) Taux d'intérêt simples

Les paiements d'intérêts au titre des actifs et des passifs de la titrisation doivent être basés sur des taux d'intérêt courants du marché ou sur des taux sectoriels générale-

ment utilisés reflétant les coûts de financement, et non sur des formules ou des dérivés complexes.

Le risque de taux d'intérêt et le risque de change découlant de la titrisation doivent être atténués de manière appropriée (en général par des contrats de *swaps* conclus au moyen de la documentation ISDA), et toute mesure prise à cet effet doit être rendue publique.

c) En principe, pas de contrats dérivés

La SSPE ne doit pas conclure de contrats dérivés et doit veiller à ce que le panier d'expositions sous-jacentes n'inclue pas de produits dérivés, à moins que l'intention soit de couvrir le risque de taux d'intérêt ou le risque de change (tel que décrit plus haut).

d) *Event of default* et *acceleration* encadrés et clairs

Lorsqu'un avis d'exécution ou de règlement accéléré a été notifié, l'opération de titrisation doit assurer un débouclage efficace et sans surprise pour les investisseurs. Les paiements à faire dans le cadre de ce débouclage doivent arriver sans frottement financier majeur pour les investisseurs et en respectant la cascade de paiements (*waterfall of payments*) et les rangs prévus contractuellement.

En outre, les événements entraînant un débouclage doivent être stipulés clairement et précisément et doivent comprendre tous les principaux cas d'événements de défaut (*events of default*) pouvant affecter négativement la valeur des actifs sous-jacents.

e) Documentation contractuelle claire

La documentation contractuelle (*transaction documents*) relative à l'opération de titrisation doit préciser clairement la répartition des rôles entre les différents prestataires de services dans le cadre de l'opération et la procédure en cas de défaut ou de remplacement de l'*investment manager*, des contreparties de dérivés, des fournisseurs de liquidité et de la banque du compte (par exemple, si l'un d'eux tombait en insolvabilité).

L'organe de gestion doit en outre disposer d'une expertise en matière de gestion d'expositions de nature similaire à celles qui sont titrisées et doit mettre en place des politiques, des procédures et des mécanismes de gestion des risques bien documentés et adéquats.

Les documents transactionnels doivent préciser, en termes clairs et cohérents, les définitions, les mesures correctives et les actions en cas de difficultés relatives aux actifs sous-jacents ainsi que les autres mesures correc-

tives. Les documents transactionnels doivent également préciser clairement les priorités de paiement (*priority of payments*) ou la modification de celles-ci.

Les *transaction documents* doivent également prévoir des dispositions claires facilitant la résolution rapide des conflits entre différentes catégories d'investisseurs. Les droits de vote doivent être clairement définis et attribués aux détenteurs des titres émis, et les responsabilités des représentants des investisseurs (généralement des *trustees*) à l'égard des investisseurs doivent être clairement indiquées.

4) Publication par l'AEMF d'une liste des titrisations STS

Les initiateurs, les *sponsors* et les SSPE doivent notifier aux investisseurs, aux autorités compétentes et à l'AEMF le fait que ces titrisations satisfont aux exigences STS. Cette notification doit expliquer la manière dont il a été satisfait à chacun des critères STS. L'AEMF devra ensuite publier sur son site internet cette notification sur une liste des titrisations STS notifiées.

Malgré la publication par l'AEMF de la notification STS, le respect des exigences STS reste néanmoins de la seule responsabilité des initiateurs, des *sponsors* et des SSPE, et non de l'AEMF.

Après l'indication succincte des exigences (malheureusement) très techniques du Règlement que nous avons essayé de simplifier au maximum, nous allons nous pencher sur l'impact de ce Règlement sur la législation luxembourgeoise actuelle.

Nous allons voir ici que, si l'impact s'avère quand même assez limité, l'entrée en vigueur du Règlement devrait permettre au législateur luxembourgeois quelques ajustements favorables allant dans le sens d'une plus grande flexibilité, notamment en ce qui concerne la gestion active des portefeuilles et le mode de financement des véhicules de titrisation. Nous allons également voir que le *Brexit* pourrait donner au Grand-Duché une place de tout premier ordre pour ce qui est du droit applicable aux opérations de titrisation effectuées sous ce nouveau régime européen.

II. IMPACT DU RÈGLEMENT 2017/2402 SUR LA LOI DE 2004

A. Nécessité pour l'organe de gestion des actifs sous-jacents d'avoir un agrément

La définition de *sponsor* dans l'article 2, point 5), du Règlement fait apparaître que ce Règlement requiert que

l'organe de gestion soit une entité agréée conformément aux directives OPCVM, GFIA et MiFID II¹⁰.

Cela paraît à notre sens contraire au texte actuel de l'article 60 de la loi de 2004 qui prévoit que «l'organisme de titrisation peut charger le cédant ou un tiers [...] ainsi que de toutes autres tâches relatives à leur gestion, *sans que ceux-ci soient tenus de requérir un agrément au titre de la législation relative au secteur financier*».

Il serait bien entendu possible d'argumenter que le régime «européen» de la titrisation soumis au Règlement est un régime à part (*stand-alone*), et que pour les titrisations ne tombant pas dans le champ de celui-ci, l'article 60 resterait d'application sans qu'il soit besoin de le modifier. Néanmoins, pour éviter toute confusion, il serait à notre sens conseillé de modifier l'article 60 dans le sens d'une distinction des cas entrant dans le champ d'application du Règlement (qui nécessitent que l'organe de gestion soit agréé) et ceux restant en dehors de ce champ.

B. Gestion active des actifs sous-jacents

Au cas où une modification de l'article 60 devait être considérée, il nous semble que ce serait également l'occasion de préciser *expressis verbis* qu'une gestion active des actifs sous-jacents serait clairement possible.

1) Situation actuelle quant à la gestion des actifs sous-jacents

Beaucoup d'opérateurs et de conseils de la place se basent sur les *Questions/Réponses* de la CSSF d'octobre 2013 relatives à la titrisation pour estimer que la CSSF exige, pour les véhicules de titrisation agréés, une gestion passive des actifs sous-jacents détenus par les véhicules de titrisation. Une fois les actifs acquis, le véhicule devrait, selon ces opérateurs et conseils, se contenter de gérer en bon père de famille les flux générés par ces actifs et transmettre ces flux aux investisseurs.

Le souci légitime de la CSSF est bien entendu de placer des garde-fous contre un comportement abusif tendant à contourner au moyen d'une structure de titrisation des exigences prudentielles et réglementaires contraignantes telles que celles, par exemple, des gestionnaires de fonds.

La réalité dans les marchés financiers est néanmoins telle que, une fois que les critères de sélection (*eligibility criteria*) des actifs sous-jacents ont été fixés, le portefeuille est souvent géré de manière «dynamique» par les *investment managers* dans le cadre d'*actively managed portfo-*

lios. Le risque pour les investisseurs (*noteholders*) exposés à ces actifs ne varie pas réellement puisque le cadre de la qualité des actifs à acquérir est fixé initialement dans les documents d'émission. Les achats et ventes d'actifs se meuvent donc toujours dans ce cadre de qualité pré-défini précisément. La revente et la réacquisition des actifs (souvent pendant une période initiale de chargement – *ramp-up* – du portefeuille) sont même très souvent profitables pour les investisseurs puisqu'une gestion dynamique permet de se débarrasser rapidement d'actifs non performants pour les remplacer par des actifs plus profitables.

Dans ses *Questions/Réponses*, la CSSF tient d'ailleurs spécifiquement compte de cette réalité en décrivant les conditions de la titrisation d'actifs/instruments financiers¹¹. La CSSF y précise ainsi que les documents d'émission ou les statuts «[...] doivent décrire les critères de sélection ainsi que la composition [...] du portefeuille titrisé et prévoir les conditions et critères selon lesquels les actifs composant ce portefeuille peuvent être cédés [...]». Le principe de la cession ultérieure d'actifs est donc accepté par la CSSF qui connaît parfaitement le fonctionnement pratique des marchés financiers.

Mais les limites à cette possibilité d'effectuer des cessions apparaissent plus loin : la CSSF indique clairement que la gestion «[...] doit être telle qu'elle n'entre pas dans le champ d'application des réglementations applicables [...] à la gestion des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et des fonds d'investissement alternatifs». Apparaît donc clairement ici la volonté de la CSSF, évoquée plus haut, d'éviter les contournements d'exigences réglementaires en matière d'agrément et de fonctionnement des gestionnaires de fonds.

2) Argumentaire allant dans le sens d'une gestion active

Notons tout d'abord que les travaux préparatoires de la loi de 2004 n'avaient pas prévu une vision aussi restrictive de la gestion des actifs du véhicule de titrisation et que la loi de 2004 ne pose aucune restriction quant au mode de gestion. L'article 61 de la loi de 2004 se limite en effet à disposer 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». Cette disposition tend à protéger les investisseurs contre une disparition ou un détournement préjudiciable des actifs, mais l'esprit de la loi de 2004 ne consistait, à notre sens, pas en soi à limiter le mode de gestion à une gestion purement passive.

10. Ceci est d'ailleurs confirmé par le considérant (7) du règlement 2017/2402.

11. Point 8. a) des *Questions/Réponses Titrisation*.

En outre, le législateur européen tient compte de l'existence de titrisations avec gestion active. En effet, en excluant spécifiquement la gestion active discrétionnaire pour les titrisations STS afin de remplir le critère de la simplicité¹², le législateur européen reconnaît *a contrario* que les titrisations plus sophistiquées impliquant une gestion active peuvent être réalisées pour toutes les autres titrisations tombant sous le régime du règlement 2017/2402 (qui ne seraient pas des titrisations STS). Ainsi, si le régime européen de la titrisation intègre *ipso facto* dans son régime des titrisations à gestion active et discrétionnaire (pour les titrisations autres que les titrisations STS), on ne voit pas pourquoi le droit luxembourgeois de la titrisation se priverait de cette possibilité.

Dans pratiquement tous les cas de titrisations plus sophistiquées pouvant avoir un impact économique important, la gestion est effectuée par des *investment managers* ou *collateral managers* disposant d'un agrément dans leur pays de résidence. Le risque de contournement réglementaire est donc très bas pour ces opérations importantes. Notons également ici que, pour les titrisations (à gestion active ou passive) effectuées sous le régime du règlement 2017/2402, les organes de gestion ont besoin d'un agrément, tel que vu plus haut.

Pour éviter tout risque de contournement des exigences réglementaires pouvant être applicables en matière de gestion de portefeuille d'actifs sous-jacents, il conviendrait à notre sens de procéder à une clarification de la loi de 2004 en modifiant l'article 60 de la loi de 2004, ce qui pourrait, par exemple, aller dans le sens suivant :

- pour toutes les titrisations sous le régime du Règlement 2017/2402 réalisées par des SSPE luxembourgeoises, le gestionnaire des actifs sous-jacents doit être agréé conformément aux directives OPCVM, GFIA ou MiFID II;
- pour toutes les titrisations réalisées sous le régime de la loi de 2004 (mais en dehors du champ d'application du règlement 2017/2402) et impliquant une gestion active, le gestionnaire des actifs sous-jacents devrait être agréé dans son pays de résidence pour réaliser cette activité de gestion active;
- pour toutes les titrisations réalisées sous le régime de la loi de 2004 (mais en dehors du champ d'application du Règlement 2017/2402) et impliquant une gestion purement passive de bon père de famille, le gestionnaire des actifs sous-jacents ne serait pas tenu d'être agréé.

C. Les moyens par lesquels sont financés les véhicules de titrisation

Il apparaît que la loi de 2004 exige une émission de valeurs mobilières comme moyen de financement des véhicules de titrisation. La CSSF a précisé de manière très pragmatique dans les *Questions/Réponses* évoquées plus haut qu'un financement complémentaire par prêts était possible, à condition qu'une partie substantielle du financement se fasse par l'émission de valeurs mobilières. Certaines exceptions «structurelles» sont bien entendu acceptées par la CSSF (telles que le financement intégral par prêt dans une phase initiale de *warehousing* ou le financement intégral par prêt des véhicules d'acquisition dans une structure *double tiers* impliquant un véhicule d'émission et un véhicule d'acquisition), mais le principe de l'exigence de l'émission de valeurs mobilières (dicté par la loi de 2004) reste.

Il convient de constater que cette condition restrictive de l'émission de valeurs mobilières a souvent été perçue par les marchés comme trop restrictive. L'exigence d'émission de valeurs mobilières semble d'ailleurs être d'origine plutôt «sémantique», car elle est liée au nom de l'opération, «titrisation», qui implique la transformation – économique – d'actifs sous-jacents en titres.

En considérant néanmoins la définition de la titrisation dans le règlement 2017/2402, l'on s'aperçoit que le législateur européen a établi une définition formelle de la titrisation déconnectée de l'émission de titres. En effet, une titrisation y est définie comme «une opération par laquelle [...] le risque de crédit associé à une exposition est subdivisé en tranches [...]».

Bien que certaines définitions du Règlement (par exemple, celle de «titrisation classique») fassent référence à une émission de titres et que le considérant (1) dudit Règlement rappelle également le principe d'une conversion des actifs sous-jacents en titres, l'approche du législateur européen montre, clairement à notre sens, qu'il est possible de s'éloigner quelque peu du «dogme» de l'émission de titres.

En outre, la nécessité de l'émission de «valeurs mobilières» est une exigence très précise impliquant que des titres négociables sur les marchés de capitaux soient émis. Cette précision extrême exclut (à notre sens, sans raison valable) bon nombre de titres qui, en eux-mêmes, ne sont pas des valeurs mobilières, mais qui pourraient être parfaitement utilisés par des investisseurs pour s'exposer à des risques sous-jacents.

12. Article 20, point 7 du règlement 2017/2402.

En outre, au vu de la définition de la titrisation utilisée dans le Règlement, l'on ne voit pas pourquoi le financement de l'exposition aux risques sous-jacents devrait se faire exclusivement par l'émission de titres.

Une flexibilité à ce niveau serait la bienvenue et pourrait par exemple consister à modifier légèrement la loi de 2004 sur ce point, de manière à permettre le financement du véhicule de titrisation par l'émission de toutes sortes de titres ou instruments (sans limitation à uniquement des «valeurs mobilières») et à permettre *expressis verbis* un financement, pour une partie substantielle, par prêts.

D. Un droit spécial luxembourgeois de la titrisation ultra-flexible à créer ?

Le malencontreux *Brexit* serait probablement le moment de réfléchir à créer un régime juridique spécial luxembourgeois de la titrisation qui atteindrait ou surpasserait encore la flexibilité des droits de *common law*. En ce qui concerne les titrisations sous le régime du règlement 2017/2402, il paraîtra en effet quelque peu malaisé de faire régir l'opération par le droit anglais, tel que cela était majoritairement le cas jusqu'à présent pour une titrisation d'une quelconque importance. La promotion d'un droit spécial luxembourgeois taillé sur mesure pour ce genre de transaction (et dérogoire au droit commun là où cela est nécessaire) serait donc la bienvenue.

Les opérateurs ont besoin d'un droit spécial ultra-flexible et stable validant, bien entendu sous réserve de l'application éventuelle de principes d'ordre public de direction qu'il faudrait étudier, toutes les clauses contractuelles habituellement rencontrées dans les documents d'émission.

Au-delà des mécanismes principaux inhérents à la titrisation (tels que le *true sale*, la subordination, les clauses de non-mise en faillite – *non-petition* –, les clauses de

recours limité – *limited recourse*) qui sont déjà validés dans le cadre actuel de la loi de 2004, il faudrait également s'attaquer à toutes les autres clauses contractuelles (d'ailleurs largement standardisées) pour les faire valider ou assurer une liberté contractuelle, la plus large possible, dans un droit spécial luxembourgeois des titrisations.

Nous pensons ici, par exemple, aux clauses fixant les taux d'intérêt à payer, les délais de prescription des actions des investisseurs, la durée des titres émis (en particulier pour les obligations perpétuelles), les clauses de dédommagement et l'exécution des clauses de faire ou de ne pas faire, les clauses de sauvegarde, etc., clauses qui font régulièrement l'objet de réserves dans les *legal opinions* d'avocats luxembourgeois. Il conviendrait également de se pencher sur l'introduction d'un régime flexible de représentation des investisseurs, le régime actuel du représentant-fiduciaire introduit par la loi de 2004 ayant été un échec total et n'ayant pas réussi à s'imposer aux *trustees* de droit anglais.

L'impact d'un tel droit spécial ultra-flexible et efficace n'est en effet pas à sous-estimer et la place a déjà su faire preuve d'efficacité à ce niveau en adoptant, par exemple, la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière ou en introduisant et validant en droit luxembourgeois un régime juridique inspiré des *limited partnerships* anglo-saxonnes, ledit régime juridique ayant créé la société en commandite spéciale et réformé la société en commandite simple.

Il convient ainsi de faire en sorte que les professionnels luxembourgeois puissent, à l'instar de ce qui se passe pour les fonds d'investissement, disposer d'un droit si efficace et si flexible qu'il leur permettrait de «tenir la plume» sur ces transactions de *structured finance* qui sont vouées à se développer de plus en plus. L'enjeu est en effet de tout premier ordre et les retombées sur la place certainement positives.