ANNEXE 5

Questions & Réponses
(version française)

1. **Quelle est l'origine et quels sont les objectifs du projet ?**
2. **Qu'est-ce que la titrisation en France ?**
3. **Quelle forme prendra le véhicule de Place ?**
4. **Quelles sont les créances pouvant faire l'objet de la titrisation ?**
5. **A qui le projet de titrisation est-il ouvert ?**
6. **Quelle seront les caractéristiques des titres émis ?**
7. **Les titres émis seront-ils éligibles auprès de l'Eurosystème ?**
8. **Comment les travaux de Place sont-ils organisés et à quel horizon vont-ils se concrétiser ?**
9. **Quel est le coût du projet et comment est-il partagé ?**

1. Quelle est l'origine et quels sont les objectifs du projet ?

En 2011, le Haut Comité de Place (HCP) a lancé une réflexion sur les conditions dans lesquelles les créances à l'actif des établissements de crédit et satisfaisant aux caractéristiques d'éligibilité aux opérations de refinancement de l'Eurosystème[1] pourraient être utilisées comme collatéral dans les échanges sécurisés avec l'Eurosystème et entre intervenants de marché notamment sur le marché interbancaire.

Un groupe composé de représentants de la Banque de France et de divers établissements de crédit (le « Groupe de Travail » ci-après), a travaillé depuis fin 2011 sur la « collatéralisation des créances privées ». Les réflexions de ce groupe s'inscrivent dans une logique économique, juridique[2], et opérationnelle qui a déjà conduit ces groupes bancaires à réfléchir à une mobilisation effective de leurs gisements de créances. Si la mobilisation directe de ces créances auprès de l'Eurosystème est déjà opérationnelle, l'anticipation de voir éventuellement appliquer dans le futur un seuil de 500 KEUR a également incité les établissements de la Place, sous l'égide de la Banque de France, à réfléchir à une nouvelle voie de mobilisation des créances éligibles Eurosystème, qui pourrait s'avérer intéressante pour d'autres pays de l'Eurosystème, indépendamment de la question du seuil.

Un consensus s'est rapidement dégagé au sein du Groupe de Travail pour concentrer les travaux sur les créances éligibles au refinancement Eurosystème et pour une indépendance vis-à-vis des agences de notation dans sa gestion du risque. En effet, seules seraient notées les créances sous-jacentes, par

[1] Décision 2010-04 du Gouverneur de la Banque de France – 6.3.2 : Actifs non négociables sur un marche – les créances privées

[2] Cf. Directive Collatéral, dont le champ d'application comprend les créances privées et sur laquelle la BCE a émis un avis favorable, notamment pour faciliter l'utilisation de créances comme collatéral.

la Banque de France ou en IRB. L'objectif est que la simplicité et la transparence du montage (notamment grâce à l'unicité de la tranche de titres qui sera émise par chaque compartiment, excluant toute subordination entre les titres émis par un même compartiment) ainsi que la sécurité qui devra être apportée par sa structuration aux investisseurs permettent à ceux-ci d'évaluer les risques en tenant compte, pour l'essentiel, de l'évaluation des créances sous-jacentes. Si cette orientation est acceptée par l'Eurosystème pour l'éligibilité des titres, cela permettrait d'éviter le recours aux agences de notation pour déterminer la qualité de crédit des titres émis par l'organisme de titrisation et incidemment leur éligibilité au refinancement Eurosystème.

Les instruments financiers résultant de l'opération de titrisation permettraient la transformation des créances éligibles en collatéral plus liquide. Ces instruments financiers pourraient être apportés comme collatéral dans le cadre d'opérations dite de « repo » (pension livrée) bilatéral ou tripartite, ou bien auprès de l'Eurosystème (la possibilité d'un nantissement auprès de l'Eurosystème ayant vocation à jouer un rôle de filet de sécurité en cas de rupture du marché monétaire).

Les établissements participant au dispositif pourront, par ailleurs, choisir de placer les titres auprès d'investisseurs. Ce placement offrira ainsi la possibilité aux investisseurs d'acquérir des actifs aux profils de risques auxquels les marchés n'ont que peu accès à ce jour, en particulier les actifs portant sur des créances aux PME. Par là-même, en rendant plus liquides les prêts aux PME et en offrant un accès aux investisseurs, l'opération de titrisation devrait contribuer à faciliter l'accès au crédit des PME et ainsi à fluidifier le financement de l'économie.

2. Qu'est-ce que la titrisation en France ?

Rappelons que le cadre juridique français de la titrisation a été introduit par la Loi du 23 décembre 1988[3] et modernisé par l'Ordonnance du 13 juin 2008[4] qui a instauré un véhicule dédié : l'organisme de titrisation (OT). Actuellement, une réforme est en cours d'élaboration à l'occasion de la transposition de la Directive AIFM. L'OT a pour objet d'être exposé à des risques, y compris par l'acquisition de créances ou la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance.

L'OT prend la forme d'un fonds commun de titrisation (FCT) ou d'une société de titrisation (ST). Le FCT est constitué sous la forme de copropriété et ne dispose, donc, pas de la personnalité morale. La ST est un organisme de titrisation constitué sous la forme de société anonyme ou de société par actions simplifiée, dotée, elle, de la personnalité morale. Cette dernière peut donc bénéficier des

[3] Loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances.

[4] Ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008, complétée par le décret n° 2008-711 du 17 juillet 2008.

conventions de non-double imposition (*cf* § III). Cependant, en l'absence de précision sur le régime fiscal applicable aux ST, le recours à cette forme juridique a été jusqu'à présent très marginal[5].

L'OT est géré par une société de gestion, représentant légal du fonds. Celle-ci fait l'objet d'une double supervision : non seulement elle doit être agréée par l'**AMF** mais ses décisions sont aussi contrôlées par un dépositaire. La société de gestion est aussi tenue de communiquer à la Banque de France les informations nécessaires à l'élaboration des statistiques monétaires. L'autre intervenant clef est le dépositaire qui assure la conservation de la trésorerie et des créances de l'OT et contrôle la régularité des décisions de la société de gestion. Il doit être un établissement de crédit et est, par conséquent, soumis au contrôle de l'**ACP**. Ainsi les co-fondateurs d'un OT sont des intervenants qui sont contrôlés l'un par l'AMF, l'autre par l'ACP.

Les créances pouvant figurer à l'actif d'un OT sont très diversifiées : créances commerciales, créances de prêt immobilier résidentiel ou commercial, créances de prêt à la consommation, créances de prêt automobile, …). Un OT peut émettre des actions (ST) ou des parts (FCT) et des titres de créances. Un schéma simplifié d'une opération de titrisation avec un OT figure en annexe.

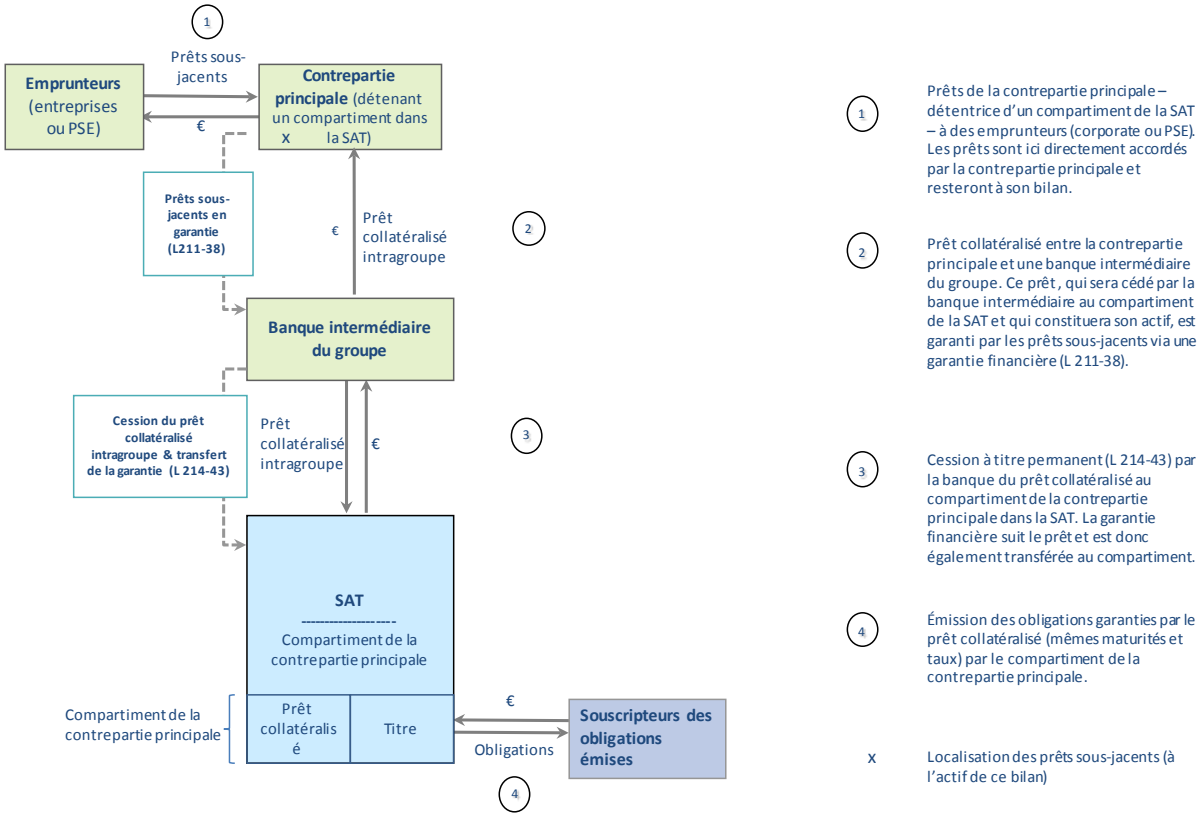
3. Quelle forme prendra le véhicule de Place ?

Le groupe de travail a proposé que soit créée une société de titrisation ayant plusieurs compartiments, chacun étant dédié au refinancement d'un établissement de crédit ou d'un groupe bancaire donné. Chacun de ces compartiments émettrait des titres « non tranchés » (les titres seraient *pari passu*) et non notés par des agences de notation. A l'actif de chaque compartiment figurerait un prêt consenti à l'établissement de crédit considéré, garanti par la remise en collatéral des créances éligibles (sur le fondement de l'article L. 211-38 du code monétaire et financier). La Banque de France noterait, via son ICAS[6], les débiteurs des créances ainsi remises en collatéral, ce qui permettrait, par transparence, la valorisation des titres adossés, dont l'établissement demanderait l'éligibilité. Alternativement, une évaluation interne des créances (approche IRB) serait acceptée.

[5] Le projet de véhicule de place (*cf* III. 3) *supra*) rend cependant nécessaire une clarification et l'élaboration du régime fiscal applicable aux ST, ce qui devrait se traduire par un essor de ce type de structures.

[6] *In-house credit assessment system*

L'opération peut-être représentée par le schéma type suivant.



4. Quelles sont les créances pouvant faire l'objet de la titrisation ?

L'ensemble des créances éligibles dans le cadre permanent aux opérations de refinancement auprès de l'Eurosystème via la Banque de France peuvent faire l'objet de l'opération de titrisation. Les critères d'éligibilité des créances sont définies par la Décision du Gouverneur 2010-04 telle qu'amendée accessible sur le site de la Banque de France[7].

Plus spécifiquement, les créances pouvant faire l'objet de l'opération de titrisation ne seront pas soumises à un seuil de mobilisation, i.e. les créances représentant un montant inférieur à 500 KEUR seront acceptées sans discrimination.

Les créances remises en garantie de l'émission des titres pourront faire l'objet d'un rechargement bi-hebdomadaire, permettant ainsi aux banques cédantes de remettre des créances présentant une maturité brève. Les créances seront transférées en pleine propriété à titre de garantie des prêts collatéralisés cédés à la SAT comme collatéral des émissions de titres.

[7] - Décision 2010-04, amendée par les décisions 2011-01, 2011-03 et 2012-04 accessibles par les liens suivants :
http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Politique_Monetaire/Mise_en_oeuvre_de_la_politique_monetaire/decision-2010-04.pdf
http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Politique_Monetaire/Mise_en_oeuvre_de_la_politique_monetaire/decisions-du-gouverneur-2011-01.pdf
http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/DR2011-03-12_07.pdf
http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/2012-04.pdf

Concernant les créances originées en dehors de France, leur remise à titre de garantie peut être réalisée dans le cadre du véhicule de Place dans les conditions définies par la Décision du Gouverneur précédemment mentionnée (telle qu'amendée).

5. A qui le projet de titrisation est-il ouvert ?

Le projet de titrisation des créances privées a été conçu en visant l'ensemble des établissements actuellement reconnus comme contreparties aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème se refinançant auprès de la Banque de France, ainsi que l'ensemble des établissements éligibles au statut de contrepartie aux opérations de politique monétaire, au regard de leur statut et des critères d'éligibilité de l'Eurosystème définis dans la Décision du Gouverneur précédemment mentionnée.

L'ensemble de ces établissements a donc potentiellement vocation à devenir actionnaire de la société anonyme de titrisation et à détenir un compartiment au sein du véhicule de place. Cependant, il appartiendra à chaque groupe bancaire de définir l'organisation correspondant à ses besoins dans l'utilisation du véhicule de place. En fonction de ses besoins et des modalités de gestion de sa trésorerie au sein du groupe, chaque groupe bancaire pourra soit opter pour une approche centralisée le conduisant à désigner une contrepartie principale pour détenir un compartiment et représenter ledit groupe dans l'actionnariat de la SAT, soit opter pour une approche décentralisée conduisant à détenir plusieurs compartiments dans la SAT et désigner pour chacun d'entre eux une contrepartie principale.

Dès la création du véhicule de Place et indépendamment de la question de l'organisation propre à chaque groupe bancaire comme évoqué précédemment, chaque contrepartie principale disposera de son propre compartiment pour l'émission des titres. Cependant, il n'est pas exclu que chaque contreparties principale puisse disposer de plusieurs compartiments. En particulier, la détention de plusieurs compartiments permettra à la contrepartie principale de spécialiser les émissions de titres par types d'actifs sous-jacents en vue d'un placement auprès d'investisseurs (par exemple, ouverture d'un compartiment et émission de titres spécialisés sur des créances aux PME). Pour autant, conformément aux dispositions de l'article L. 214-43 du code monétaire et financier, chacun des compartiments est ségrégé et constitue un patrimoine d'affectation au sein de la Société de Titrisation8, indépendant des autres. Nous attirons votre attention sur le fait que la Société de Titrisation n'est, de ce fait, en aucun cas l'outil d'une quelconque solidarité de place.

Concernant l'actionnariat de la SAT, un minimum de 10 actionnaires sera nécessaire afin d'éviter les dépassements de seuils de consolidation.

6. Quelle seront les caractéristiques des titres émis ?

[8] Aussi, selon les termes mêmes de cet article : « *les actifs d'un compartiment déterminé ne répondent que des dettes, engagements et obligations et ne bénéficient que des droits et actifs qui concernent ce compartiment* ».

Les titres émis seront des obligations. Il est envisagé qu'à terme la société de titrisation puisse également émettre des TCN.

Au sein d'un même compartiment, les titres émis seront *pari passu* et les émissions ne comporteront pas de tranchage. Il appartient par ailleurs à chaque contrepartie principale de définir les caractéristiques des titres émis pour chaque compartiment, qu'il s'agisse du type de créances sous-jacentes au compartiment, du volume d'émission, de la maturité des titres, de leur taux *etc*... Les caractéristiques des titres émis devront par ailleurs exactement correspondre aux caractéristiques des prêts collatéralisés remis à la SAT, notamment en termes de valeur, de taux et de maturité. A des fins de consolidation comptable, les contreparties principales devront disposer du contrôle sur leur compartiment comme décrit dans le rapport du sous-groupe réglementaire.

Lors de leur émission, les titres émis pourront être auto-souscrits par la contrepartie principale en vue d'une utilisation comme collatéral, ou placés auprès d'investisseurs. Les modalités de comptabilisation des titres en hold-to-maturity ou en marked-to-market sont également décrites dans le rapport du sous-groupe réglementaire.

7. Les titres émis seront-ils éligibles auprès de l'Eurosystème ?

Le dispositif fait actuellement l'objet d'une analyse par l'Eurosystème, qui vise à déterminer si les titres résultant de l'opération de titrisation peuvent devenir éligibles et mobilisables comme collatéral aux opérations de refinancement de l'Eurosystème. En particulier l'évaluation actuellement réalisée prend en considération le fait que les créances sous-jacentes sont d'ores et déjà éligibles comme garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème et sont largement utilisées en tant que telles par l'Eurosystème et ses contreparties. L'évaluation de l'Eurosystème prend également en considération le fait que la qualité de crédit de l'instrument est évaluée par transparence, soit en évaluant la qualité de crédit du portefeuille de créances sous-jacentes comme si ces dernières étaient directement remises en garanties des opérations de l'Eurosystème.

Par ailleurs, il convient de souligner que le dispositif de titrisation des créances privées n'a pas vocation à se substituer au dispositif TRICP géré par la Banque de France, actuellement utilisé par les contreparties aux opérations de politique monétaire pour la remise directe de créances privées à la Banque de France en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème. Les deux dispositifs – TRICP et la collatéralisation des créances privées – seront maintenus.

Sous réserve que l'éligibilité des titres émis par le véhicule de Place soit validée par l'Eurosystème à l'issue de l'analyse en cours, la valorisation des créances en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème sera équivalente, que ces créances soient remises directement auprès de la Banque de France via le dispositif TRICP ou sous forme de titres via le véhicule de

titrisation. Dans cette perspective, le niveau de surcollatéralisation exigé pour l'émission des titres devrait être compensé par un niveau de décote moindre, de manière à assurer une valorisation équivalente du collatéral vis-à-vis de l'Eurosystème, quel que soit son mode de remise.

8. Comment les travaux de Place sont-ils organisés et à quel horizon vont-ils se concrétiser ?

Les travaux du Groupe de Place se sont appuyés sur quatre sous-groupes : structuration, réglementaire, opérationnel et juridique (ce dernier sous-groupe traitant également des questions fiscales qui sont actuellement toujours à l'étude, les aspects fiscaux propres aux sociétés de titrisation nécessitant des négociations avec les autorités). Chacun des sous-groupes a préparé un document de synthèse des travaux conduits, qui ont régulièrement été communiqués au Groupe Plénier. Ces documents de synthèse (ou rapports), constituent la base de la documentation ayant vocation à être utilisée pour le lancement des appels d'offres prévus à destination notamment des cabinets d'avocats, sociétés de gestion, dépositaires et commissaires aux comptes qui seront invités à soumissionner. Un Groupe de Travail de Place sera constitué et sera chargé de gérer la procédure d'appel d'offres. Lors du lancement des appels d'offres, ce Groupe de Travail de Place regroupera l'ensemble des établissements ayant déclaré leur intérêt formel à y participer. Après réception et examen des réponses aux appels d'offres, les établissements confirmant leur souhait de participer au véhicule de titrisation dès son lancement en contribuant aux frais de constitution de la société de titrisation, continueront à participer au Groupe de Travail de Place en vue de la sélection des futurs prestataires.

En termes de calendrier, il est prévu que les appels d'offres soient lancés à l'issue de la première semaine de juillet 2013 (05/07/2013), afin que les candidats aux appels d'offres puissent soumettre leurs propositions au 19/08/2013 au plus tard. Pendant cette période, les différents candidats pourront interagir avec le Groupe de Travail de Place afin de clarifier les aspects du projet nécessitant des éclaircissements additionnels en vue de la préparation des réponses aux appels d'offres. Des questions écrites pourront être reçues de la part des candidats au cours des deux semaines suivant le lancement des appels d'offres. Une réunion bilatérale avec chacun des prestataires potentiels pourra être organisée à leur demande au cours de la semaine suivante avec le Groupe de Travail afin d'apporter les réponses aux questions préalablement reçues. A cette fin, les établissements participant au Groupe de Travail de Place devront veiller à assurer la disponibilité de leurs représentants respectifs afin de mener à bien ces échanges.

A compter de la réception des réponses, les établissements participant au Groupe de Travail de Place détermineront, en fonction de leur analyse des réponses reçues, s'ils souhaitent continuer à participer au processus d'appel d'offres en étant associés à la sélection des prestataires. Seuls les

établissements confirmant leur engagement à participer aux frais de constitution du véhicule de place pourront participer à la sélection des prestataires retenus. Ces établissements deviendront alors actionnaires de la Société de Titrisation constituée. La sélection des prestataires sera réalisée au cours du mois de septembre, après que le Groupe de Travail aura rencontré les candidats.

9. Quel est le coût du projet et comment est-il partagé ?

Compte tenu du caractère du projet de Place, les réponses des candidats aux appels d'offres (et les différentes combinatoires envisageables) permettront d'établir une fourchette de coûts du projet. Il appartiendra à chaque établissement de se prononcer sur sa participation à la constitution de la société de titrisation au regard de ces critères de coûts, qui pourront par conséquent s'avérer déterminants pour la sélection des futurs prestataires. Les frais seront partagés entre les établissements confirmant leur engagement à participer à la prise en charge des frais de constitution de la SAT et de mise en œuvre du véhicule de Place, et réglés via un prêt d'actionnaires. A partir des premières émissions, la répartition des frais sera proportionnelle à l'utilisation du véhicule, i.e. selon une clé de répartition déterminée en fonction de l'encours des titres émis par compartiment dont les modalités de calcul reste à déterminer en conformité avec les dispositions applicables en droit de la concurrence. Le calcul de l'encours sera réalisé sur la base d'une période de lissage dont la durée reste à déterminer. Les frais seront également partagés avec les nouveaux entrants dans le dispositif.