COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 24.7.2020
COM(2020) 284 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

sur la création d'un cadre spécifique pour les titrisations synthétiques simples, transparentes et standardisées, limité aux titrisations synthétiques inscrites au bilan

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

{SWD(2020) 120}

1. CONTEXTE ET JUSTIFICATION

Au titre de l'article 45, paragraphe 1, du règlement (UE) 2017/2402[1] (*ci-après le «règlement sur les titrisations»*) l'Autorité bancaire européenne (*ci-après l'«ABE»*) est tenue de publier un rapport sur la faisabilité d'un cadre spécifique pour les titrisations synthétiques simples, transparentes et standardisées (*ci-après «STS»)*, limité aux titrisations synthétiques inscrites au bilan. Les titrisations synthétiques inscrites au bilan (*ci-après les «TSB»*) sont des opérations de titrisation pour lesquelles l'établissement initiateur, généralement une banque, utilise des garanties financières ou des dérivés de crédit pour transférer à des tiers le risque de crédit d'un panier d'actifs déterminé inscrit à son bilan et dont, dans la grande majorité des cas, il était également le prêteur initial. Les actifs sous-jacents sont généralement des prêts aux entreprises, des prêts aux PME ou des crédits commerciaux – des actifs pour lesquels, pour un ensemble de raisons, une titrisation classique est moins intéressante pour l'initiateur, ou lui pose davantage de difficultés. À ce titre, les TSB se distinguent nettement des titrisations synthétiques d'arbitrage, qui concernent des actifs sous-jacents dont l'initiateur de la titrisation n'est pas propriétaire. Plutôt que de couvrir le risque de crédit, l'objectif principal d'une titrisation synthétique d'arbitrage est de rechercher un arbitrage entre le spread lié à la qualité de crédit d'un panier d'actifs ou d'indices de produits et le spread du produit de titrisation qui en résulte.

Le considérant 24 du règlement sur les titrisations invite également l'ABE à déterminer des critères pertinents applicables à un tel cadre spécifique «en vue de favoriser le financement de l'économie réelle, et notamment des PME, qui bénéficient le plus de ces titrisations».

Au titre de l'article 45, paragraphe 2, du règlement sur les titrisations, la Commission est tenue de présenter un rapport au Parlement européen et au Conseil sur la création d'un cadre spécifique pour les titrisations synthétiques STS, limité aux titrisations synthétiques inscrites au bilan, sur la base du rapport susmentionné de l'ABE et accompagné, si nécessaire, d'une proposition législative.

Le rapport de l'ABE a été publié le 6 mai 2020[2]. Il s'appuie sur le précédent rapport de l'ABE sur la titrisation synthétique, publié en décembre 2015[3], dont les recommandations sont déjà intégrées dans le règlement sur les exigences de fonds propres[4] (*ci-après le «CRR»)*, ainsi que sur la note de réflexion sur le transfert de risque significatif[5] par la titrisation, publié en septembre 2017[6]. Le transfert de risque significatif (ci-après le «TRS») est particulièrement important pour la titrisation synthétique, car le transfert de risque, ainsi que l'allégement associé des exigences de fonds propres, constituent l'une des raisons qui incitent à s'engager dans ce type de titrisation.

Lors de l'élaboration de son rapport, l'ABE a publié une note de réflexion en septembre 2019 en vue d'une consultation de deux mois. Étant donné que la plupart des réponses ont été très favorables tant à l'analyse du marché qu'aux motifs justifiant la mise au point d'un cadre pour les titrisations synthétiques STS, le rapport de l'ABE s'appuie sur un large consensus des parties prenantes, tant sur la faisabilité d'un tel cadre que sur les critères pertinents qui permettraient d'y intégrer la titrisation synthétique.

---

[1] 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, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) nº 1060/2009 et (UE) nº 648/2012

[2] https://eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation

[3] https://eba.europa.eu/eba-issues-advice-on-synthetic-securitisation-for-smes

[4] Règlement (UE) 2017/2401 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 modifiant le règlement (UE) nº 575/2013 du Parlement européen et du Conseil concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

[5] Un transfert de risque significatif est nécessaire pour que la banque initiatrice soit en mesure d'exclure les expositions titrisées de ses actifs pondérés en fonction du risque, dans le cas d'une titrisation classique, ou de calculer ses actifs pondérés en fonction du risque conformément aux articles 251 et 252 du CRR, dans le cas de titrisations synthétiques.

[6] https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/discussion-paper-on-the-significant-risk-transfer-in-securitisation

2. SPECIFICITES D'UNE TITRISATION SYNTHETIQUE INSCRITE AU BILAN

La titrisation synthétique et la titrisation classique/avec cession parfaite ne sont pas fondamentalement différentes en ce qui concerne la nature des expositions sous-jacentes, la division du risque en tranches et les structures de capital (en cascade). Elles diffèrent toutefois fortement dans les modes de transfert du risque de l'initiateur à l'investisseur.

La titrisation classique est caractérisée par le transfert juridique effectif des actifs par l'émetteur des titres de telle sorte que la propriété est en fait transférée à une entité de titrisation (SSPE) qui peut donc prétendre aux flux de trésorerie générés par ces actifs. Les TSB transfèrent le risque au moyen d'un contrat de protection de crédit (dérivés de crédit ou garanties financières) entre l'initiateur et l'investisseur, de telle sorte que les expositions sous-jacentes détenues par l'initiateur restent inscrites à son bilan. Ainsi, alors que la titrisation classique requiert à la fois une SSPE et une émission effective de titres, aucun de ces deux éléments ne serait strictement nécessaire dans le cadre d'une titrisation synthétique.

Les TSB sont généralement plus simples à exécuter que les titrisations classiques, du fait de la flexibilité accrue du mécanisme de titrisation synthétique. En outre, leur mise en place est en général moins coûteuse et plus rapide. Elles permettent à l'initiateur d'éviter les difficultés juridiques et opérationnelles susceptibles de se présenter dans le processus de transfert de propriété des expositions sous-jacentes dans le cadre d'une opération classique.

Ces dernières années, les pratiques sur le marché des TSB ont été considérablement simplifiées, et les données du secteur indiquent que la documentation qui accompagne l'instrument a été réduite d'environ 500 pages avant la crise financière mondiale à moins de 50 pages aujourd'hui, ce qui témoigne d'une importante réduction de la complexité. [7]

Le transfert de risque dans le cadre de la titrisation synthétique dépend non seulement de la structure de capital de l'opération (*c.-à-d.* la division en tranches*)* et des mécanismes potentiels de soutien de la part de l'initiateur (comme c'est le cas de la titrisation avec cession parfaite), mais également des caractéristiques du contrat de protection de crédit conclu par les parties et de la solvabilité de l'investisseur. Le recours à la protection de crédit, notamment lorsqu'elle est non financée et apportée par des vendeurs de protection privés, expose les banques individuelles à un risque de contrepartie et peut, en cas de forte concentration des vendeurs de protection, susciter une interdépendance dans le système financier susceptible d'avoir des implications systémiques (comme l'a démontré la crise financière de 2008-2009). Cela étant, lorsque les deux parties effectuent l'opération en pleine connaissance des risques sous-jacents, le risque de divergence d'intérêts entre les initiateurs et les investisseurs est réduit, car la gestion des risques est tout aussi importante pour le vendeur que pour l'acheteur de protection.

La titrisation synthétique se distingue également de la titrisation classique sur le plan des objectifs poursuivis. Le recours à la titrisation synthétique s'est en effet imposé comme un outil précieux pour un grand nombre de banques dans leurs activités de gestion du risque de crédit et de gestion du capital, car elle leur permet de transférer de manière efficace le risque de crédit vers les marchés des capitaux privés, ce qui a pour effet de libérer les limites de capitaux et de prêts et leur permet de poursuivre les activités de prêt, tandis que la titrisation classique est plus généralement utilisée pour obtenir des financements par la vente d'actifs, plutôt que comme outil de gestion du risque de crédit.

3. PERFORMANCE DU MARCHE

La dynamique du marché

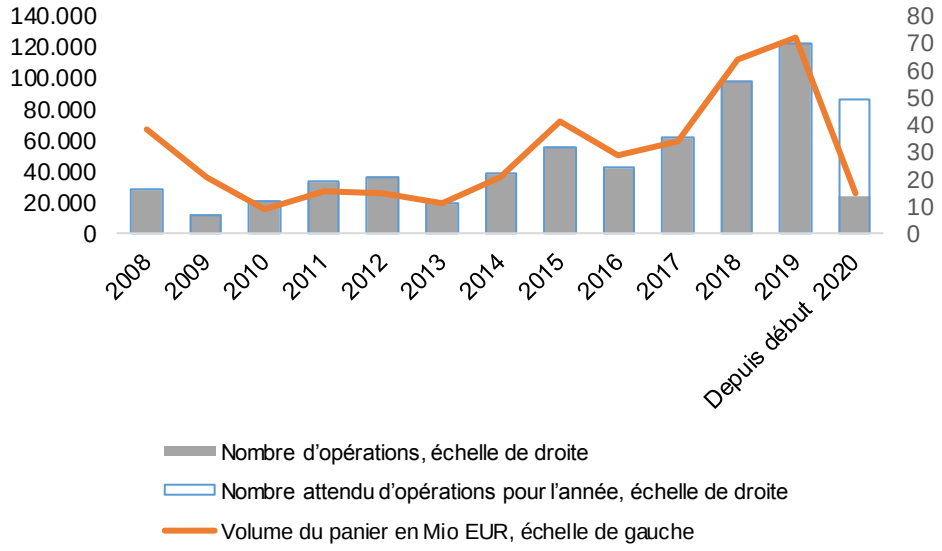
[7] Synthetic securitisation: Making a silent comeback, Deutsche Bank EU Monitor, 21 février 2017

L'absence de données exhaustives sur l'évolution des marchés et la performance des titrisations synthétiques a été l'un des principaux facteurs qui ont conduit à limiter le label STS aux titrisations classiques dans le règlement (UE) 2017/2402. L'ABE a remédié à cette lacune en recueillant i) des données relatives au volume des opérations TSB pour la période allant de 2008 à début 2019; ii) des données relatives aux taux de défaut des TSB pour la même période; iii) des données prudentielles sur les opérations ayant abouti à un transfert de risque significatif (TRS), et; iv) des informations sectorielles à l'occasion d'une table ronde organisée en mars 2019, ainsi qu'au moyen d'autres analyses du marché. Malgré cet effort important, des zones d'ombre persistent toutefois, en grande partie du fait de la nature bilatérale et privée de ces types d'opérations depuis la crise financière mondiale. En outre, de nombreuses opérations communiquées n'ont été initiées que ces dernières années et n'ont par conséquent pas encore accompli un cycle économique complet. Enfin, certaines données ont été recueillies dans le cadre d'enquêtes menées auprès des participants au marché et pourraient par conséquent ne pas être pleinement représentatives du marché dans son ensemble.

Les informations collectées ont démontré que la crise financière de 2008 a profondément remodelé le marché de la titrisation synthétique. Avant la crise, la titrisation synthétique en Europe atteignait des volumes supérieurs à 180 milliards d'EUR au cours de la période 2004-2005, du fait d'une offre abondante de titrisations synthétiques d'arbitrage. Ces dernières ont subi d'importantes pertes durant la crise, illustrant ainsi la complexité, le manque de transparence et le manque de convergence des intérêts, et semblent avoir en grande partie disparu, les opérations inscrites au bilan constituant désormais l'essentiel du marché.

Les données en matière d'émission indiquent une tendance positive. Après quelques années de faible activité au lendemain de la crise financière, reflétant la mauvaise réputation associée à l'instrument de titrisation, le marché de la titrisation synthétique se redresse depuis quelques années, avec une augmentation constante du nombre et du volume des opérations. D'après les données recueillies par l'International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM), quelque 49 opérations ont été initiées en 2018 pour un volume total de 105 milliards d'EUR, soit le chiffre plus élevé depuis la crise financière (voir le graphique 1).

Graphique 1: émission de titrisations inscrites au bilan en Europe après la crise financière mondiale

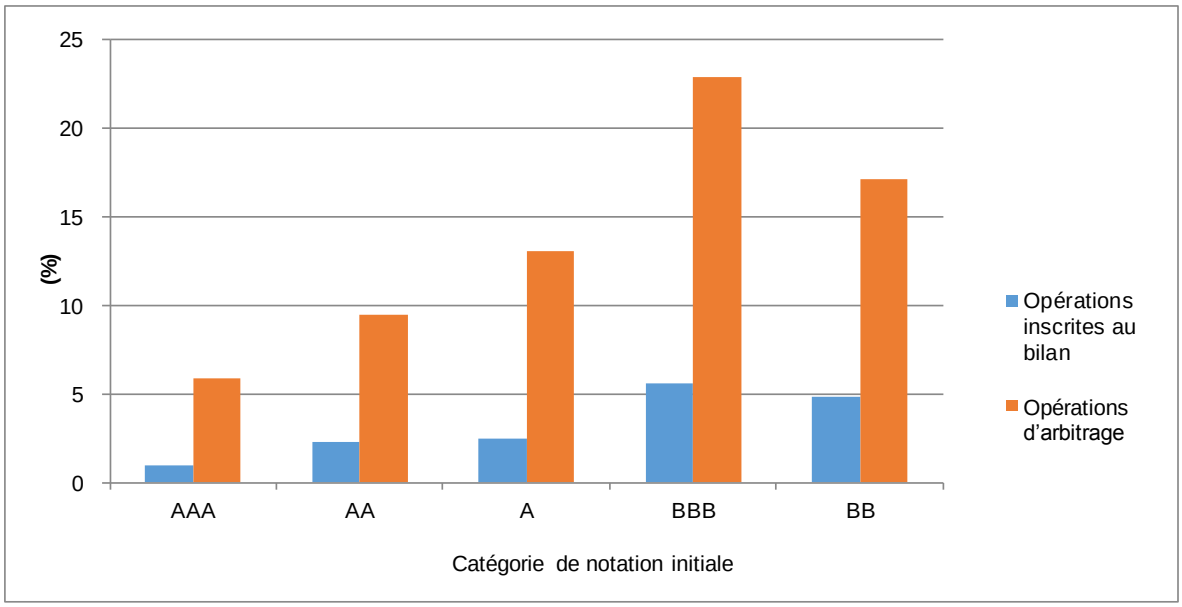


Source: ABE, IACPM

La modification de la nature du marché européen des titrisations synthétiques et la prédominance du segment des inscriptions au bilan peuvent s'expliquer par les faibles taux de défaut de l'instrument, y compris pendant la crise financière de 2008. D'après les données recueillies par l'ABE, les investisseurs dans des opérations inscrites au bilan ont subi des pertes sensiblement moins importantes que les investisseurs dans des opérations synthétiques d'arbitrage (voir le graphique 2). En fait, les

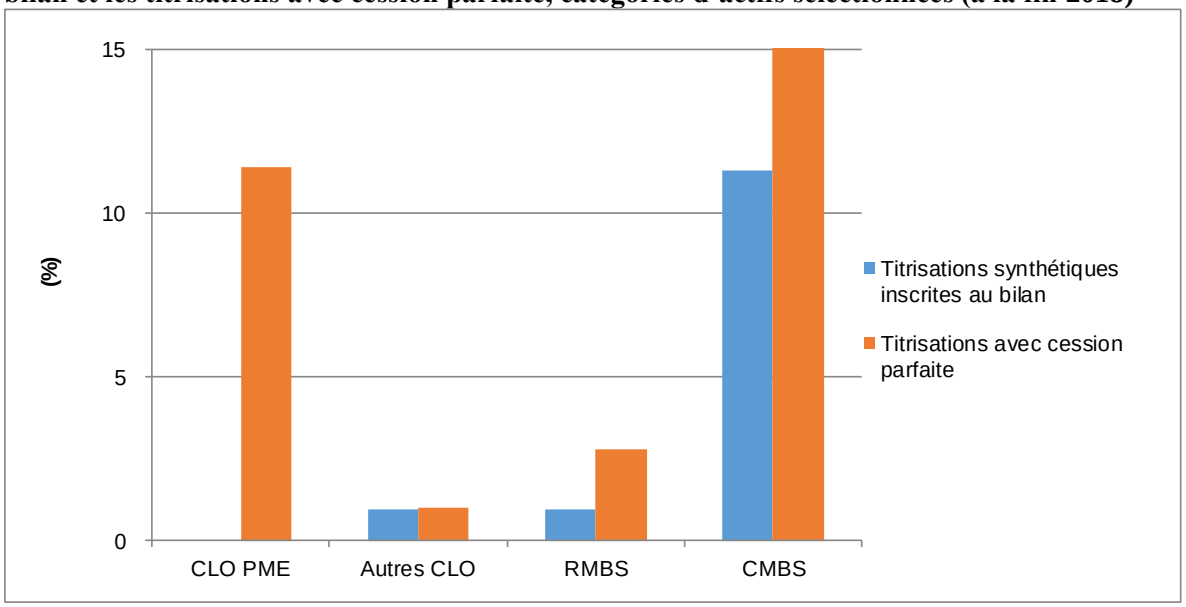
taux de défaut sur la durée de vie des opérations inscrites au bilan étaient en général également meilleurs que dans le cas des titrisations classiques, pour tous les échelons de notation et catégories d'actifs (voir le graphique 3).

Graphique 2: taux de défaut sur la durée de vie pour les tranches de titrisations synthétiques, à la fin 2018



Source: ABE, S&P

Graphique 3: taux de défaut sur la durée de vie pour les titrisations synthétiques inscrites au bilan et les titrisations avec cession parfaite, catégories d'actifs sélectionnées (à la fin 2018)



Source: ABE

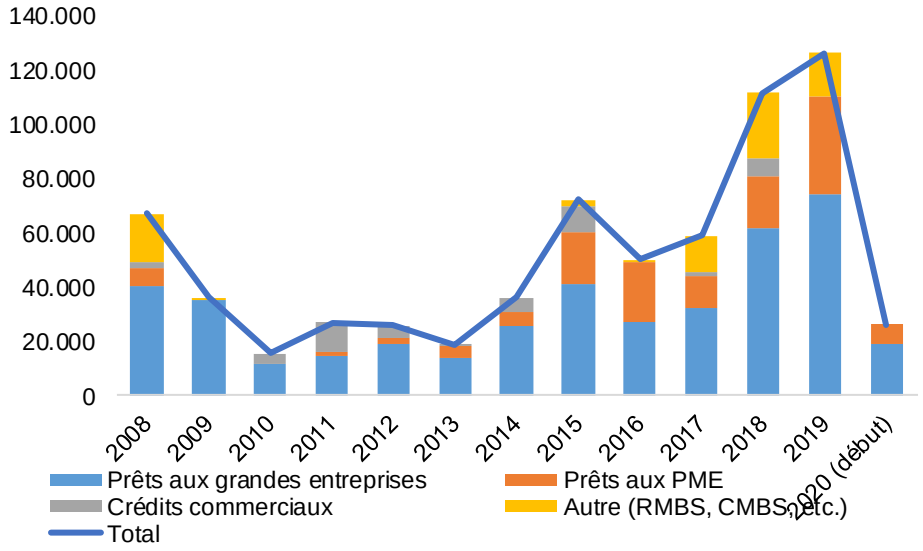
Composition des actifs, acheteurs et vendeurs

D'après les données recueillies par l'ABE, les TSB semblent être utilisées pour transférer les risques d'entreprise des banques aux marchés des capitaux dans une mesure nettement plus importante que les titrisations classiques. Les catégories d'actifs prédominantes dans les opérations inscrites au bilan

sont les prêts aux grandes entreprises et aux PME, suivi des crédits commerciaux (voir le graphique 4)[8].

Afin d'optimiser l'objectif d'allégement des exigences de fonds propres, les initiateurs de TSB sélectionnent généralement des catégories d'actifs dont la pondération de risque est élevée. En outre, l'analyse de l'ABE indique que les initiateurs de TSB ont tendance à sélectionner des portefeuilles qui sont représentatifs de leur activité principale, ce qui pourrait refléter l'exigence des investisseurs de garantir la convergence des intérêts. En effet, les actifs sous tension ou dont l'effet de levier est excessif sont moins souvent inclus dans les TSB que dans les titrisations classiques, ce qui pourrait expliquer en partie la différence observée sur le plan des taux de défaut. Les expositions de détail, telles que les créances hypothécaires résidentielles (RMBS) ou les crédits à la consommation, apparaissent elles aussi généralement moins souvent dans les TSB du fait de leur pondération de risque plus faible, conférant dès lors moins d'avantages sur le plan de l'allégement des exigences de fonds propres; elles sont en outre plus susceptibles d'être soumises à des limites de concentration internes, par exemple sur le plan de la situation géographique, du type d'emprunteur ou du secteur économique, ce qui les rend plus adaptées à la titrisation classique.

Graphique 4: ventilation des catégories d'actifs, en millions d'EUR



Source: ABE, IACPM

Caractéristiques du marché

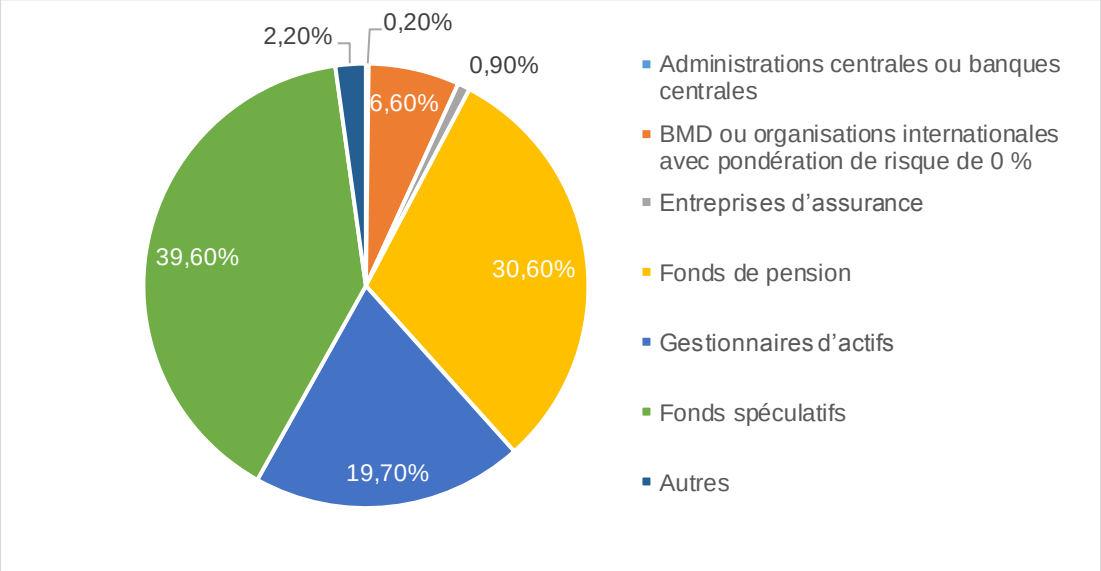
Les initiateurs sont aujourd'hui principalement des banques, et notamment de grandes banques d'importance systémique qui utilisent des modèles fondés sur les notations internes pour calculer les exigences de fonds propres. Les principales raisons qui incitent un initiateur à effectuer une opération TSB sont la gestion du risque de crédit et la libération de capitaux. Cette dernière revêt une importance croissante compte tenu de l'évolution réglementaire, notamment l'adoption du dispositif de Bâle III et l'application de la norme IFRS 9.

La majorité des investisseurs dans des titrisations synthétiques sont des entités non bancaires, généralement hautement spécialisées dans l'investissement crédit et disposant d'une expérience en matière d'audits d'acquisition de portefeuilles. Les investisseurs sont principalement des fonds spéculatifs, des fonds de pension et des gestionnaires d'actifs, tandis que les compagnies d'assurance ne représentent qu'une minorité négligeable (voir le graphique 5). Ces dernières années ont été

[8] Les données de ces dernières années font apparaître une diversification accrue des catégories d'actifs pour y inclure les financements spécialisés (y compris les prêts aux infrastructures), l'immobilier commercial, l'immobilier résidentiel, les créances commerciales, les prêts automobiles, ainsi que des catégories plus ésotériques telles que les microcrédits et les prêts agricoles.

marquées par l'arrivée de banques multilatérales de développement[9] et d'organisations internationales (y compris la BEI / le FEI, qui restent des investisseurs importants sur le marché des PME).

Graphique 5: investisseurs, en % du volume des tranches distribuées au cours de la période 2008-2019



Source: IACPM, ABE; Note: BMD – Banques multilatérales de développement

Les mécanismes de protection de crédit utilisés dans les TSB ont fortement évolué au lendemain de la crise financière mondiale. Les mécanismes de protection de crédit non financés (contrats de dérivé de crédit bilatéraux négociés de manière privée, tels que les contrats d'échange sur risque de crédit) ont été presque entièrement remplacés par une protection financée (caractérisée par un paiement initial à l'acheteur de protection, ce qui a pour effet d'éliminer l'exposition au risque de contrepartie, comme les titres liés à un crédit). De fait, l'ABE souligne dans son rapport que 90 % de la protection de crédit offerte par les investisseurs privés est aujourd'hui une protection de crédit financée.

Au-delà de cette sécurité supplémentaire apportée par l'évolution dans l'utilisation des mécanismes de protection de crédit, la crise financière a fortement modifié la manière dont le risque est partagé et transféré à l'intérieur du marché. D'après l'analyse de l'ABE, les initiateurs ont aujourd'hui tendance à transférer l'élément de rang inférieur et/ou mezzanine du risque de crédit du portefeuille, et à conserver la tranche de rang supérieur du même portefeuille. La tranche de rang supérieur serait généralement la plus grande des tranches et représenterait en moyenne environ 87 % du volume total de l'opération. Il s'agit d'un changement important dans la pratique par rapport à la période d'avant la crise, où une tranche de rang supérieur qualifiée de «super» (tranche «super senior»[10]) était généralement placée auprès d'investisseurs. L'ABE a constaté que, en réaction à l'entrée en application du nouveau cadre applicable aux titrisations, les tranches de rang inférieur semblent s'être épaissies, ce qui pourrait attirer de nouveaux investisseurs sur le marché.

Sur le plan de la répartition géographique, les opérations de plus grande envergure se sont en grande partie concentrées dans quelques États membres (Royaume-Uni, Allemagne, Espagne, France et Italie), bien que des opérations aient également été enregistrées dans d'autres États membres de l'Union européenne. L'analyse de l'ABE fait également apparaître que la majorité des opérations

[9] Les banques multilatérales de développement, dont les expositions peuvent bénéficier d'une pondération de risque de 0 %, sont énumérées à l'article 117, paragraphe 2, du CRR.

[10] La désignation d'une tranche «super senior» était une technique utilisée par les initiateurs de titrisations synthétiques avant la crise financière mondiale afin de souligner la nature présumée sans risque de la tranche de rang supérieur dans la structure de la titrisation. En général, la tranche en dessous de la «super senior» était notée AAA, ce qui a valu à la tranche «super senior» le qualificatif «quadruple A».

comportent des expositions multijuridictionnelles, la plupart d'entre elles portant en partie sur des expositions hors Europe.

4. LES TITRISATIONS SYNTHETIQUES INSCRITES AU BILAN AURAIENT-ELLES BESOIN D'UN CADRE STS SPECIFIQUE?

Évaluation de l'opportunité

D'après l'analyse des avantages et des inconvénients réalisée par l'ABE, la mise en place d'un cadre STS spécifique pour les TSB est susceptible d'apporter de nombreux avantages à long terme aux marchés financiers et à l'économie réelle, ce qui devrait ainsi améliorer la stabilité financière globale.

L'élargissement du label a pour principaux avantages, comme son nom l'indique, de rendre les produits de titrisation synthétique plus simples, transparents et standardisés. Cela permettrait de répondre à certaines des principales préoccupations associées à la titrisation synthétique, telles que sa complexité perçue, son caractère risqué, la probabilité d'arbitrage et de fraude, ainsi que les asymétries d'information y afférentes. L'évaluation des risques, tant par les parties concernées que par les autorités de surveillance, serait améliorée et la surveillance globale du marché serait grandement facilitée. Même si le marché demeure en grande partie «sur mesure» et bilatéral, les autorités compétentes seraient averties de chaque opération se revendiquant du label STS et auraient la possibilité d'en assurer le suivi avec les parties concernées. Enfin, la standardisation du marché faciliterait l'entrée sur le marché de nouveaux initiateurs, ce qui pourrait également attirer davantage d'investisseurs.

En outre, le déploiement des derniers éléments de la réforme de Bâle III renforcerait l'importance des outils de gestion du risque de crédit et du capital, tels que les TSB. Dans ce contexte, le fait de veiller à ce que le marché se développe conformément aux paramètres du solide cadre STS évite le risque de résurgence des pratiques néfastes du passé et favorise la stabilité financière.

L'ABE avertit toutefois que l'introduction d'un cadre STS spécifique pour les TSB doit être accompagnée d'une surveillance minutieuse afin d'éviter les conséquences négatives. En particulier, à l'instar du label STS des titrisations au comptant, le risque d'aléa moral, comme la négligence d'investisseurs moins avertis, est susceptible d'augmenter en raison d'une possible perception selon laquelle le label STS correspond par nature à un produit à faible risque, indépendamment des différences entre les opérations ou positions individuelles dans les opérations.

La question se pose également de savoir si l'introduction d'un cadre STS pour les TSB est susceptible d'entraîner une réduction des émissions de titrisations STS classiques. La probabilité que ce risque se réalise n'est toutefois pas élevée. L'ABE souligne également qu'il ne devrait y avoir aucune incidence notable sur la titrisation classique, compte tenu des fonctions et des objectifs différents – pour les initiateurs comme pour les investisseurs – des deux instruments.

Enfin, il convient de noter que, à l'heure actuelle, le cadre international applicable aux titrisations simples, transparentes et comparables, élaboré par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), exclut la titrisation synthétique de son champ d'application. Sur la base des données recueillies et de l'analyse technique réalisée par l'ABE, des éléments prudentiels justifient l'examen d'un cadre STS spécifique pour les TSB.

Analyse de faisabilité

Selon l'ABE, un cadre STS spécifique pour les TSB devrait tenir compte des spécificités structurelles du produit, qui se distinguent de celles de la titrisation classique. Il s'agit notamment du risque de

crédit des contreparties, des modalités de transfert du crédit, ainsi que des différentes motivations et perspectives pour les acheteurs et les vendeurs de protection.

En s'appuyant sur les critères STS relatifs aux titrisations avec cession parfaite, l'ABE a défini un ensemble de critères STS qui peuvent s'appliquer aux TSB, tout en tenant compte des spécificités de ces dernières. Les critères définis visent également à garantir que les actifs risqués exclus du champ des titrisations STS classiques, tels que les prêts non performants, les créances hypothécaires commerciales ou les obligations structurées adossées à des prêts, restent exclus du champ d'application du label STS.

En ce qui concerne la simplicité et la transparence, une part importante des critères STS relatifs aux titrisations avec cession parfaite peuvent également s'appliquer aux opérations synthétiques. Certains devraient être modifiés ou remplacés, car ils ne sont pas pertinents pour les opérations synthétiques. Par exemple, le critère relatif à la cession parfaite et son opposabilité devrait être remplacé par une définition des titrisations synthétiques inscrites au bilan, rédigée avec soin pour en exclure les opérations d'arbitrage, ainsi que par des exigences visant à garantir la solidité du contrat de protection de crédit. Certains nouveaux critères, visant par exemple à préciser les primes de protection de crédit et les événements déclenchant une résiliation anticipée, ont également été jugés nécessaires.

L'ABE propose une révision plus poussée des critères de standardisation, car seuls quelques critères généraux seraient pertinents pour les opérations synthétiques, tels que l'exigence de rétention du risque. D'autres critères, tels que l'atténuation des risques de taux d'intérêt et des risques de change ou la répartition des pertes et le remboursement des tranches, ont été modifiés pour mieux refléter la nature des pratiques en matière de TSB. Enfin, un ensemble de nouveaux critères précisent certains aspects essentiels comme les mécanismes de protection de crédit, la marge excédentaire synthétique, les événements de crédit et les paiements de protection de crédit. La standardisation de ce marché essentiellement sur mesure a été considérée comme l'un des principaux défis à relever pour mettre en place un cadre STS efficace. L'ensemble de critères proposé tient compte des bonnes pratiques existantes du marché afin d'établir une norme prudente et réaliste.

L'annexe II fournit une liste complète des critères STS définis par l'ABE.

Comme dans le cas des titrisations avec cession parfaite STS, le label STS des titrisations synthétiques ne doit pas être interprété comme signifiant que celles-ci sont exemptes de risque, mais plutôt que le produit respecte un certain nombre de critères et qu'en faisant preuve de diligence, un vendeur ou un acheteur de protection, de même qu'une autorité compétente nationale, seront en mesure d'analyser le risque inhérent à l'opération. Les critères définis tiennent compte des différents objectifs des titrisations synthétiques, à savoir: réalisation à des fins de gestion du capital/risque par opposition à des fins de financement, aucun transfert avec cession parfaite des actifs sous-jacents, exposition au risque de crédit des contreparties, etc., et visent par conséquent à garantir la protection des initiateurs comme des investisseurs (étant donné que l'initiateur est également un investisseur dans l'opération, conservant la tranche de rang supérieur). En revanche, le cadre STS avec cession parfaite est uniquement destiné à optimiser la protection de l'investisseur, car la vente des actifs à une SSPE réduit la pertinence de la protection de l'initiateur.

5. TRAITEMENT PRUDENTIEL PREFERENTIEL

D'un point de vue prudentiel, les titrisations synthétiques sont actuellement traitées comme des titrisations classiques (avec cession parfaite) autres que STS. La seule exception à cette approche est prévue à l'article 270 du CRR pour les titrisations synthétiques de prêts aux PME. L'article 270 cible la tranche de rang supérieur conservée par l'initiateur des titrisations synthétiques qui satisfait à un ensemble de critères limitatifs:

- au moins 70 % des expositions titrisées doivent être des expositions sur des PME, au sens de l'article 501 du CRR;
- la titrisation répond aux critères STS avec cession parfaite applicables à une titrisation synthétique;
- le risque de crédit non conservé par l'initiateur est transféré au moyen d'une garantie ou d'une contre-garantie qui répond aux exigences du CRR en matière d'atténuation du risque de crédit, et le garant ou le contre-garant est soit a) l'administration centrale ou la banque centrale d'un État membre, une banque multilatérale de développement ou une organisation internationale, et reçoit une pondération de risque de 0 % au titre de l'approche standard du risque de crédit, ou; b) un investisseur institutionnel pour autant que la garantie ou la contre-garantie soit intégralement garantie par un dépôt en espèces effectué auprès de l'initiateur.

Malgré certaines contraintes en ce qui concerne les données recueillies et l'expérience pratique quant au cadre applicable aux titrisations STS classiques, l'analyse technique réalisée par l'ABE pourrait permettre de conclure que les risques intrinsèques associés à la conformité des TSB aux critères STS ajustés justifieraient une révision du CRR en vue d'un traitement prudentiel plus sensible au risque de la tranche de rang supérieur de ces instruments, de sorte à l'aligner sur le traitement préférentiel des titrisations STS classiques. Comme l'a fait remarquer l'ABE, cela se justifierait en raison des bonnes performances des TSB par rapport à la titrisation synthétique d'arbitrage et à la titrisation classique, pour ce qui est notamment des faibles taux de défaut et de perte. De plus, l'élargissement du label STS permettrait de mieux appréhender des titrisations synthétiques plus simples, plus transparentes et plus standardisées, lorsque l'on peut s'attendre à une réduction des risques d'agence et de modélisation.

Comme mentionné dans le rapport de l'ABE, les TSB ne font actuellement pas partie du cadre STS élaboré par le Comité de Bâle, qui se concentre sur les titrisations classiques. Cet écart par rapport aux normes de Bâle serait toutefois motivé d'un point de vue prudentiel par des données et une analyse technique justifiant la solidité prudentielle d'un élargissement du cadre des titrisations STS aux TSB.

Cet élargissement permettrait aux TSB de bénéficier du traitement prudentiel préférentiel établi pour les produits STS. Cette approche pourrait toutefois être encadrée par un réexamen ciblé de l'article 270 du CRR a) assurant l'élargissement du traitement prudentiel préférentiel visé par cet article à toutes les TSB conformes aux exigences STS, indépendamment du type d'exposition sous-jacente (en supprimant les dispositions qui limitent actuellement cet article aux TSB composées d'au moins 70 % d'expositions titrisées sur des PME), b) tout en conservant le champ d'application préexistant du traitement prudentiel préférentiel limité à la tranche de rang supérieur conservée par l'initiateur, jugée moins risquée. Du fait de ces ajustements, la tranche de rang supérieur conservée par l'initiateur recevrait une pondération de risque minimale de 10 %.

Dans l'ensemble, le réexamen combiné du cadre STS et du CRR dans le cas des TSB, en vue de permettre un traitement prudentiel différencié des TSB conformes aux exigences STS par rapport aux TSB non conformes auxdites exigences et par rapport à la titrisation d'arbitrage, augmenterait la sensibilité au risque du cadre prudentiel et renforcerait l'attrait du cadre STS.

6. CONCLUSIONS

L'analyse effectuée par l'ABE montre qu'il est possible de fixer des normes pour la titrisation synthétique permettant d'atténuer les principaux facteurs de risque de structuration, tels que les risques d'agence et de modèle, de la même manière que pour la titrisation classique, créant ainsi un sous-ensemble de titrisation synthétique comparable à la titrisation STS classique. En fait, il est prouvé que les performances historiques des titrisations synthétiques inscrites au bilan dépassent généralement celles des titrisations classiques pour une même catégorie d'actifs. En effet, d'un point de vue technique, rien n'indique que la structure de la titrisation synthétique entraîne nécessairement

des pertes plus élevées que la structure de la titrisation classique. Une structure synthétique solide n'a pas d'incidence négative sur les performances de la titrisation.

L'analyse ne fait pas ressortir de conséquences négatives importantes qui pourraient résulter, de façon prévisible, de la création d'un cadre STS spécifique pour les titrisations synthétiques inscrites au bilan. Au contraire, la relance du marché de la titrisation synthétique et la garantie qu'il se développe dans le solide cadre STS comportent un certain nombre d'avantages pour les banques, les marchés financiers et la stabilité financière en général. Le transfert de risque des banques au secteur non bancaire est l'un des principaux objectifs de l'union des marchés des capitaux et, en facilitant l'accès aux crédits pour ceux qui en ont besoin, il pourrait favoriser la croissance économique.

D’après l’analyse de l’ABE, il est possible de créer un cadre spécifique pour les titrisations synthétiques STS inscrites au bilan et d’établir un traitement réglementaire différencié, limité à l’ajustement du minimum prudentiel pour la tranche de rang supérieur, que l’établissement de crédit initiateur devrait conserver, à un niveau équivalent au cadre STS classique.

ANNEXES

Annexe I: synthèse comparative du marché de la titrisation synthétique avant et après la crise

	Marché de la titrisation synthétique avant la crise	Marché de la titrisation synthétique après la crise
Marché	Public	Privé ou bilatéral
Type de titrisation	D'arbitrage et inscrite au bilan	Presque exclusivement inscrite au bilan
Privé/Public	Principalement privé et soumis à la notation	Principalement privé et bilatéral
Actifs	Principalement professionnels	Principalement professionnels, diversification et ajout de nouvelles catégories d'actifs
Initiateurs	Plus grandes banques et banques intermédiaires, banques normalisées adoptant l'approche fondée sur les notations internes	Grandes banques, principalement des établissements financiers d'importance systémique
Investisseurs:	Base large, principalement ABS	Base étroite, principalement alternatifs
Structure	Structure synthétique complète (rang supérieur + inférieur)	Mezzanine / rang inférieur uniquement
Mécanisme de protection de crédit	Protection non financée	Protection financée, et non financée pour public

Source: ABE, Integer Advisors

Annexe II: aperçu des critères STS et comparaison avec les critères STS relatifs à la titrisation classique

Critère	Comparaison avec les critères relatifs aux titrisations classiques (autres qu'ABCP) (références à des articles du règlement sur les titrisations)
Simplicité	
Critère 1: titrisations synthétiques inscrites au bilan, atténuation du risque de crédit	Remplacement du critère relatif à la cession parfaite / cession / cession à un stade postérieur, aux dispositions de récupération, aux déclarations et garanties sur l'opposabilité de la cession parfaite (article 20, paragraphes 1 à 5, du règlement sur les titrisations) – par une définition des titrisations synthétiques inscrites au bilan et une exigence visant à garantir la solidité du contrat de protection de crédit (critères relatifs à l'atténuation du risque de crédit)
Critère 2: déclarations et garanties	Adaptation du critère relatif aux déclarations et garanties (article 20, paragraphe 6): élargissement des déclarations et garanties requises et adaptation de leur objectif et contenu
Critère 3: critères d'éligibilité, pas de gestion de portefeuille active	Adaptation du critère relatif aux critères d'éligibilité, pas de gestion de portefeuille active (article 20, paragraphe 7): adaptation des techniques autorisées de gestion de portefeuille, inclusion de conditions supplémentaires pour le retrait des expositions sous-jacentes de la titrisation
Critère 4: homogénéité, obligations exécutoires, plein droit de recours à l'encontre des débiteurs, flux de paiements périodiques	*Similaire (Article 20, paragraphe 8)*
Critère 5: pas de valeurs mobilières	*Similaire (Article 20, paragraphe 8)*
Critère 6: pas de retitrisation	*Similaire (Article 20, paragraphe 9)*
Critère 7: normes de souscription et leurs changements significatifs	Adaptation du critère relatif aux normes de souscription et aux changements importants qui y sont apportés (article 20, paragraphe 10): nouvelles clarifications quant aux types de débiteurs éligibles et à la souscription des expositions sous-jacentes
Critère 8: prêts autocertifiés	*Similaire (Article 20, paragraphe 10)*
Critère 9: solvabilité de l'emprunteur	*Similaire (Article 20, paragraphe 10)*
Critère 10: expertise de l'initiateur	*Similaire (Article 20, paragraphe 10)*
Critère 11: pas d'expositions en défaut ou d'expositions faisant l'objet de litiges ouverts	*Similaire (Article 20, paragraphe 11)*
Critère 12: au moins un paiement effectué	*Similaire (Article 20, paragraphe 12)*
NOUVEAU critère: primes de protection de crédit	Précision que les primes de protection de crédit devraient être conditionnelles, à savoir que le montant de la prime réellement payé devrait être fonction de la taille et du risque de crédit de la tranche protégée. Aucune prime garantie, aucun paiement initial de prime, mécanisme de bonification ou autre mécanisme de même nature ne doivent être

	autorisés.
NOUVEAU critère: événements déclenchant une résiliation anticipée	Précision d'un ensemble exhaustif et limité d'événements déclenchant une résiliation anticipée
Standardisation	
Critère 13: exigences en matière de rétention du risque	*Similaire (Article 21, paragraphe 1)*
Critère 14: atténuation adéquate des risques de taux d'intérêt et des risques de change	Adaptation des critères relatifs à l'atténuation adéquate des risques de taux d'intérêt et des risques de change (article 21, paragraphe 2): pour préciser davantage les mesures d'atténuation adéquate des risques de taux d'intérêt et des risques de change, adaptées à la titrisation synthétique
Critère 15: paiements d'intérêts à des taux de référence	*Similaire (Article 21, paragraphe 3)*
Critère 16: exigences après avis d'exécution / de règlement accéléré	Adaptation du critère relatif aux exigences suite à un avis d'exécution / de règlement accéléré (article 21, paragraphe 4): adapté pour tenir compte du fait que toutes les titrisations synthétiques n'ont pas recours à une SSPE
Critère 17: répartition des pertes et remboursement des tranches	Adaptation du critère relatif aux exigences concernant un ordre de priorité des paiements non séquentiel (article 21, paragraphe 5): adapté par l'ajout de nouvelles exigences de remboursement au prorata et de répartition des pertes
Critère 18: dispositions relatives aux événements qui déclenchent le remboursement anticipé ou la fin de la période de renouvellement	Adaptation des critères concernant les dispositions relatives aux événements qui déclenchent le remboursement anticipé ou la fin de la période de renouvellement (article 21, paragraphe 6): adapté par l'ajout d'exigences de remboursement anticipé uniquement en cas de recours à une SSPE
Critère 19: documents relatifs à l'opération	Adaptation du critère relatif aux documents relatifs à l'opération (article 21, paragraphe 7): ajout de nouvelles exigences relatives aux normes et procédures de gestion
Critère 20: expertise de l'organe de gestion	*Similaire (Article 21, paragraphe 8)*
Critère 21: registre de référence	Remplacement du critère relatif aux définitions et mesures correctives dans les documents relatifs à l'opération (article 21, paragraphe 9): les exigences relatives à la précision des conditions de paiement dans les documents relatifs à l'opération sont visées par un critère distinct
Critère 22: résolution rapide des conflits entre les investisseurs	*Similaire (Article 21, paragraphe 10)*
NOUVEAU critère: événements de crédit	Définitions des événements de crédit, y compris une référence au texte existant du CRR, et des mesures de renégociation
NOUVEAU critère: paiements de protection de crédit	Critères relatifs aux paiements de protection de crédit, y compris le fait qu'ils devraient être fondés sur les pertes réellement subies
NOUVEAU critère: paiements de protection de crédit à la suite de la liquidation des positions / du règlement définitif à l'échéance finale légale de l'accord de protection de crédit	Précision de critères pour garantir un niveau minimal de ponctualité des paiements de protection de crédit

NOUVEAU critère: marge excédentaire synthétique	Précision des conditions sous lesquelles l'initiateur serait autorisé à prendre un engagement de marge excédentaire synthétique dans l'opération. Il convient de préciser l'interaction entre la marge excédentaire synthétique et l'évaluation potentielle, par l'autorité de surveillance, de la réalisation d'un transfert de risque significatif et proportionné.
NOUVEAU critère: protection de crédit, contreparties et sûreté éligibles	Précision d'un ensemble de règles clair pour le dispositif de protection de crédit et les sûretés dans l'opération
Transparence	
Critère 23: données relatives aux performances passées en matière de défaut et de perte	*Similaire (Article 22, paragraphe 1)*
Critère 24: vérification externe de l'échantillon	*Similaire (Article 22, paragraphe 2)*
Critère 25: modèle de flux de trésorerie des passifs	*Similaire (Article 22, paragraphe 3)*
Critère 26: performances environnementales des actifs	*Similaire (Article 22, paragraphe 4)*
Critère 27: respect des exigences de transparence	*Similaire (Article 22, paragraphe 5)*
NOUVEAU critère: agent chargé de la vérification	Établissement de la nécessité de nommer une tierce partie indépendante comme agent chargé de vérifier les éléments spécifiés de l'avis de crédit pour chaque exposition sous-jacente.

Source: ABE