FR

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

AVIS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

du 14 septembre 2004

sollicité par le ministère français de l'Économie, des Finances et de l'Industrie sur un projet de décret relatif aux fonds communs de créances

(CON/2004/30)

1. Le 3 août 2004, la Banque centrale européenne (BCE) a reçu une demande de consultation de la part du ministère français de l'Économie, des Finances et de l'Industrie portant sur un projet de décret relatif aux fonds communs de créances (FCC) (ci-après le « projet de décret »[1]), qui sont des véhicules de titrisation français. Le projet de décret reprend, en les modifiant, les dispositions du décret nº 89-158 sur le même sujet, et abroge ce dernier.

2. La BCE a compétence pour émettre un avis en vertu de l'article 105, paragraphe 4, deuxième tiret, du traité instituant la Communauté européenne et de l'article 2, paragraphe 1, sixième tiret, de la décision 98/415/CE du Conseil du 29 juin 1998 relative à la consultation de la Banque centrale européenne par les autorités nationales au sujet de projets de réglementation[2], étant donné que le projet de décret concerne les règles applicables aux établissements financiers dans la mesure où elles ont une incidence sensible sur la stabilité des établissements et marchés financiers. Conformément à l'article 17.5, première phrase, du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, le présent avis a été adopté par le conseil des gouverneurs.

Remarques préliminaires

3. Dans son récent avis[3] sur un projet de loi luxembourgeois, la BCE indiquait que la titrisation est « un domaine qui pourrait encore faire l'objet de progrès considérables en matière d'intégration des marchés financiers européens, notamment sur le plan de la convergence des pratiques de marché, des instruments et des règles juridiques ». Elle ajoutait qu'« [a]u-delà du plan d'action sur les services financiers, la BCE est favorable à une stratégie consistant à accroître l'harmonisation en matière de titrisation au niveau communautaire ». Le groupe d'experts du secteur des valeurs

1 Le projet de décret doit être pris en application de la loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1er août 2003 qui a modifié les articles L. 214-43, L. 214-44, L. 214-46 et L. 214-48 du code monétaire et financier (ci-après le « code »).

2 JO L 189 du 3.7.1998, p. 42.

3 Avis CON/2004/3 de la BCE du 4 février 2004 sollicité par le ministère des Finances du Grand-Duché de Luxembourg sur un projet de loi relative à la titrisation.

mobilières[4] a confirmé cette analyse dans son rapport final de mai 2004, énonçant que « l'un des secteurs du marché financier européen parmi les plus innovateurs et les plus dynamiques est celui de la titrisation, qui est devenu, pour les marchés de capitaux, un nouveau mécanisme de financement, de couverture, d'arbitrage et de transfert des risques ». Le groupe d'experts a aussi considéré qu'alors que « plusieurs États membres ont pris des mesures pour créer un environnement plus accueillant pour la titrisation, et que nombre de ces initiatives sont semblables en termes de concepts et d'objectifs, […] une coordination renforcée de certains aspects du cadre juridique applicable à ces opérations est nécessaire au niveau européen, contribuant ainsi à un environnement plus harmonisé tout en encourageant l'innovation sur les marchés de la titrisation à travers l'Europe ». La BCE partage également ce point de vue.

4. La BCE remarque que la loi de sécurité financière du 1er août 2003 (ci-après la « loi ») a introduit des modifications substantielles dans le cadre juridique français relatif à la titrisation qui date de 1988. À cet égard, la BCE observe que bien que les autorités françaises l'aient consultée sur un avant-projet de ladite loi[5], les amendements portant sur les opérations de titrisation n'ont été introduits que tardivement par le Parlement dans le processus législatif et n'ont pas donné lieu à consultation de la BCE. Bien que la BCE ait conscience de n'être consultée que sur le projet de décret, les dispositions de ce dernier sont à bien des égards intimement liées à celles de la loi de sorte que tout commentaire portant sur le projet de décret est également applicable aux dispositions correspondantes de la loi.

Réforme des véhicules de titrisation français

5. Sur la base de l'exposé des motifs transmis avec le projet de décret, la BCE observe que le marché français de la titrisation s'est considérablement développé au cours des dernières années. Les opérations de titrisation sont devenues de plus en plus complexes, ce qui a rendu nécessaire l'adaptation du droit français aux évolutions du marché. En vertu des nouvelles règles contenues dans la loi, telles que mises en œuvre par le projet de décret, les FCC seront autorisés notamment à émettre des titres de créances, à avoir recours aux dérivés de crédit dans le cadre d'opérations de titrisation « synthétique », à céder des créances en cours de vie sauf en cas de liquidation et à accroître la sécurité de certains mécanismes, y compris des comptes spécialement affectés au profit des FCC, afin de réduire les coûts et d'augmenter l'efficacité de ces transactions.

6. Du fait de la loi, le projet de décret introduit de nouvelles règles pour les FCC, touchant en particulier à la composition du passif des FCC. La BCE comprend qu'en vertu des dispositions actuelles, les parts émises par les FCC représentent des droits de copropriété sur les actifs acquis par les FCC. Ces parts ne sont ni des actions ni des titres de créances et, par conséquent, compte

4 La Commission préside ce groupe composé de représentants de l'industrie, qui a été créé dans le cadre des discussions postérieures au plan d'action sur les services financiers.

5 Avis CON/2002/32 de la BCE du 18 décembre 2002 sollicité par le ministère français de l'Économie, des Finances et de l'Industrie sur un avant-projet de loi sur la sécurité financière.

tenu de leur nature juridique hybride, pourraient ne pas être jugées attrayantes par les investisseurs internationaux. L'une des principales modifications introduites par l'article L. 214-43 du code, tel que modifié par la loi, est que les FCC peuvent désormais émettre des titres de créances négociables. La BCE se félicite de la possibilité offerte aux véhicules de titrisation français d'émettre ces titres directement ainsi que de la souplesse instaurée par le projet de décret quant au type de titre de créance (les FCC peuvent désormais émettre des titres tels que des bons, des obligations ou des billets de trésorerie – y compris des euro-CP) et quant au droit régissant les titres de créances (les titres de créances peuvent être émis en vertu du droit français ou de tout droit étranger). La BCE comprend que cette nouvelle disposition est destinée à élargir la base des investisseurs et à éviter de recourir à une structure à deux étages pour les opérations de titrisation faisant intervenir la souscription de parts par un véhicule ad hoc de refinancement. Selon l'exposé des motifs, le projet de décret n'a pas d'incidence sur le régime juridique applicable aux obligations que les FCC pourraient émettre, dans la mesure où le régime général des obligations ne trouve pas à s'appliquer puisque les FCC n'ont pas la personnalité morale. La BCE comprend qu'un régime spécifique pour les obligations émises par les FCC devrait relever de la loi et que le projet de décret se contente de renvoyer au règlement du FCC les conditions d'émission de titres de créances par le FCC[6].

7. L'article 9 du décret nº 89-158 prévoit que la couverture contre les risques de défaillance des débiteurs des créances acquises par le FCC peut être obtenue, entre autres, par l'émission de parts spécifiques supportant le risque de défaillance des débiteurs des créances. En vertu de l'article 5, 1°, du projet de décret, qui maintient cette règle, seuls les investisseurs qualifiés peuvent souscrire ou acquérir de telles parts de FCC supportant ces risques dans le cadre de la réalisation des objectifs de gestion du FCC. Toutefois, la BCE remarque que le projet de décret ne fait plus de référence expresse à la distinction entre les parts ordinaires de FCC et les parts subordonnées (parts spécifiques) de FCC. La BCE pose la question de savoir si le libellé de l'article 5, 1°, du projet de décret clarifie suffisamment le fait que seuls les investisseurs qualifiés peuvent souscrire des parts ayant le même degré de subordination que les parts spécifiques.

Titrisation synthétique et dérivés de crédit

8. Une autre innovation de la loi et du projet de décret réside dans l'utilisation de la titrisation comme technique de transfert des risques en permettant aux FCC de conclure des opérations sur dérivés de crédit, comme acheteurs ou vendeurs de protection du crédit. La BCE prend note de l'introduction en droit français de ces nouveaux instruments élaborés par les marchés financiers, à la suite des récents décrets de novembre 2003 transposant la directive sur les OPCVM[7] et définissant en

6 En ce qui concerne les titres de créances négociables (TCN) émis en vertu du droit français, la BCE comprend que les règles générales d'émission s'appliqueront aussi aux FCC.

7 Décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, décret pris en application de la 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.

particulier les règles applicables en cas de recours aux dérivés de crédit par les OPCVM. Le projet de décret détermine les conditions auxquelles un FCC ou les compartiments d'un FCC peuvent conclure un contrat sur produits dérivés. À cette fin, l'article 1er du projet de décret définit les objectifs de gestion du FCC qui sont d'acquérir des créances ou de supporter des risques de crédit relatifs à une ou plusieurs entités de référence de toute nature. La BCE relève que, selon l'article 19 du projet de décret, la société de gestion du FCC devra respecter certaines exigences spécifiques lorsque le règlement du FCC prévoit le recours aux dérivés de crédit. En particulier, ces exigences seront précisées plus avant dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF)[8] et seront prises en considération lors de l'agrément de la société de gestion. La BCE suggère, conformément à la pratique suivie pour les autres dispositions du projet de décret, que le règlement du FCC détermine les conditions auxquelles le FCC peut avoir recours aux dérivés de crédit et, en particulier, supporter un risque de crédit.

Réduction du *commingling risk* (risque de non-cantonnement des liquidités reçues en échange des actifs titrisés)

9. L'article 22 du projet de décret précise les modalités de fonctionnement du compte spécialement affecté au profit du FCC, tel que prévu au troisième alinéa de l'article L. 214-46 du code, au crédit duquel les sommes recouvrées au titre des créances cédées peuvent être portées. La BCE comprend que, par ce mécanisme, le compte établit une distinction entre le titulaire facial et le bénéficiaire ou créancier effectif de toute somme portée au crédit d'un tel compte. Les sommes figurant sur ce compte ne font pas partie des actifs de l'établissement chargé du recouvrement ni ne peuvent être saisies par les créanciers de ce dernier, que cet établissement soit soumis ou non à une procédure d'insolvabilité. La BCE observe, à cet égard, que l'article 22 du projet de décret précise plus avant les obligations respectives des parties à une opération de titrisation en cas de création d'un compte spécialement affecté et en particulier celles de l'établissement de crédit qui tient un tel compte. La BCE comprend que ce nouveau mécanisme réduira le *commingling risk*, assurant ainsi une meilleure protection des investisseurs.

10. Pour ce qui concerne les responsabilités du dépositaire chargé de la conservation des actifs du FCC, l'article L. 214-48 II du code énonce qu'il est dépositaire de la trésorerie. Cette notion n'apparaît pas dans le projet de décret qui fait au contraire appel à la notion de liquidités, comprenant les dépôts, les titres de créances, les parts d'OPCVM et les parts de FCC[9]. En outre, l'article 17, 3°, du projet de décret dispose que le FCC ne peut s'engager au travers d'opérations de pension à effectuer un paiement que dans la limite de la liquidité qu'il détient à la date du paiement. Des doutes pourraient naître quant à la question de savoir si le terme « liquidité » figurant à l'article 17, 3°, a le même sens que les « liquidités » telles que définies à l'article 4 du projet de décret. Dans un souci

8 Voir le projet de règlement général de l'AMF daté du 30 juillet 2004.

9 Article 2, 2°, et article 4 du projet de décret.

de clarté, la BCE suggère donc d'utiliser la même terminologie de manière cohérente dans le projet de décret.

11. Selon l'article L. 214-48 du code, tel que modifié par la loi, les FFC doivent confier la conservation de leurs actifs à un établissement de crédit établi en France. La BCE observe que cette disposition inclut les succursales françaises d'établissements de crédit établis dans l'Espace économique européen et se félicite de cette clarification.

Cessions internationales de créances et droit applicable

12. Les règles de conflit de lois qui peuvent avoir une incidence sur la validité ou l'opposabilité des cessions internationales de créances constituent une source croissante de préoccupation dans le contexte des opérations de titrisation internationales. En vertu de l'article 12 de la convention de Rome sur la loi applicable aux obligations contractuelles du 19 juin 1980 (80/934/CEE)[10], l'opposabilité de la cession de créances au débiteur est régie par la loi de la créance cédée. Toutefois, la convention de Rome ne tranche pas clairement la question de l'opposabilité de la cession de créances aux tiers. Par conséquent, les législateurs nationaux ont récemment pris des mesures pour aborder cette question dans le cadre de leurs systèmes juridiques nationaux. Dans ce contexte, la disposition pertinente du droit français applicable aux FCC (mais aussi aux sociétés de crédit foncier et aux cessions Dailly) prévoit que la cession des créances « prend effet entre les parties et devient opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise [acte de cession de créances], quelle que soit la date de naissance, d'échéance ou d'exigibilité des créances, sans qu'il soit besoin d'autre formalité, et ce qu'elle que soit la loi applicable aux créances et la loi du pays de résidence des débiteurs »[11]. Au niveau international, le 12 décembre 2001, l'assemblée générale des Nations Unies a adopté à New York la convention sur la cession de créances dans le commerce international (ci-après la « convention des Nations Unies»), qui pourrait contribuer à harmoniser ces règles de conflit de lois[12]. La note explicative de la convention des Nations Unies, élaborée par le secrétariat de la CNUDCI, énonce que celle-ci est destinée à supprimer les incertitudes juridiques touchant aux diverses questions se posant dans le cadre des opérations majeures de financement liées à des cessions de créances, y compris notamment les prêts adossés à des actifs et la titrisation[13]. En outre, en vertu de la convention des Nations Unies, la loi de l'établissement du cédant régit l'opposabilité d'une cession de créances aux créanciers tiers. Ainsi qu'elle l'a déjà mentionné dans l'avis CON/2004/3, la BCE espère que les solutions adoptées et/ou examinées au niveau international entraîneront une harmonisation accrue des règles applicables en

10 JO L 266 du 9.10.1980, p. 1.

11 Article L. 214-43, huitième alinéa, du code.

12 Cette convention des Nations Unies n'est pas encore entrée en vigueur.

13 Convention des Nations Unies sur la cession de créances dans le commerce international, Nations Unies, New York, 2004, note explicative, p. 28.

la matière au niveau communautaire et réduiront l'insécurité juridique et le manque d'efficacité dans le contexte des opérations commerciales et financières transfrontalières.

Protection des investisseurs

13. À l'instar du décret nº 89-158, le projet de décret se réfère souvent à la notion de « niveau de sécurité offert aux porteurs de parts et de titres de créances ». En outre, l'article 24 du projet de décret dispose que l'organisme reconnu par le ministère de l'Économie (vraisemblablement une agence de notation au sens de l'article L. 544-4 du code) est tenu d'assurer le suivi du niveau de sécurité qu'offrent les parts et titres de créances émis par les FCC et de veiller à ce que les conclusions de ce suivi soient régulièrement rendues publiques. La BCE considère qu'il serait utile de clarifier plus avant cette notion de « niveau de sécurité offert aux porteurs de parts et de titres de créances », soit dans le projet de décret lui-même, soit dans le règlement du FCC[14]. En outre, la BCE comprend que certaines de ces dispositions touchant à la publicité datent du décret nº 89-158 et seront développées dans le cadre du règlement général de l'AMF[15]. La BCE suggère de mettre ce document ainsi que le règlement du FCC à disposition du public au moyen d'un point d'accès central, par exemple sur le site Internet de la société de gestion du FCC. En outre, le projet de décret doit être compatible avec les règles de publicité spécifiques applicables aux différents types d'instruments émis par les FCC (parts, titres de créances, billets de trésorerie, etc.) ainsi qu'avec les nouvelles obligations générales de publicité applicables à l'émission de titres de créances adossés à des actifs contenues dans les règles d'exécution de la directive sur les prospectus[16].

Déclarations en matière statistique

14. La collecte régulière et en temps opportun de données statistiques exactes et fiables sur les véhicules de titrisation et sur la titrisation en général en Europe revêt une grande importance aux fins de la politique monétaire. Des travaux sont en cours afin d'améliorer les statistiques de la zone euro sur la titrisation. D'une manière générale, pour l'accomplissement de ses missions en matière statistique, la BCE détermine les agents déclarants au moyen d'une combinaison de critères fondés sur le droit communautaire et les réglementations nationales, y compris les accords en matière de surveillance et les dispositions fiscales. Dans ce contexte, la BCE observe que l'article L. 214-45 du code impose aux FCC l'obligation de communiquer à la Banque de France les informations nécessaires à l'élaboration des statistiques monétaires. L'article 25 du projet de décret précise que les informations visées à l'article L. 214-45 du code seront communiquées à la Banque de France

14 Voir, par exemple, les articles 11, 13 et 18 du projet de décret.

15 À cet égard, voir le rapport d'information du Sénat français sur l'application de la loi de sécurité financière du 1er août 2003, 27 juillet 2004, par P. Marini.

16 Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, JO L 149 du 30.4.2004, p. 1.

par la société de gestion du FCC. La BCE est favorable à ces dispositions et suppose que la notion de « statistiques monétaires » correspond à la définition figurant dans la décision n° 02-01 du 22 mai 2002 du Gouverneur de la Banque de France concernant la collecte d'informations statistiques par la Banque de France à des fins de politique monétaire, qui comprend tous les types d'informations, y compris les données collectées titre par titre, qui sont requises par la Banque de France pour l'accomplissement de ses obligations en matière statistique envers la BCE.

Recours aux titres de créances adossés à des actifs en tant que garantie pour les opérations de crédit de l'Eurosystème

15. En vertu de l'article 18.1 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème (c'est-à-dire les opérations d'apport de liquidité) doivent donner lieu à la constitution de garanties appropriées. Ainsi que la BCE l'a indiqué dans son avis CON/2004/3, les titres de créances adossés à des actifs peuvent être acceptés comme garanties aux fins de la politique monétaire et des opérations de crédit intrajournalier de l'Eurosystème, à condition qu'ils remplissent les critères d'éligibilité énoncés par la documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème[17]. Toutefois, il convient de relever que la documentation générale prévoit que « les titres de créance conférant, sur le principal et/ou les intérêts, des droits qui sont subordonnés aux droits des détenteurs d'autres titres de créance du même émetteur (ou, dans le cadre d'une émission structurée, subordonnés à d'autres tranches de la même émission) sont exclus de la liste des actifs de niveau 1 »[18].

16. L'article 14 du projet de décret dispose que le règlement du FCC précisera l'ordre d'affectation des sommes perçues par le FCC entre les différentes catégories de parts, de titres de créances et d'emprunts et que le paiement des sommes exigibles au titre des parts émises par le FCC sera subordonné au paiement des sommes exigibles de toute nature dues aux autres créanciers du FCC. Aux termes de cette disposition, la BCE comprend que les détenteurs de parts de FCC supporteront en priorité le risque de défaillance des débiteurs. La plupart des parts émises par les FCC devraient donc constituer des parts *quasi-equity*, c'est-à-dire des parts subordonnées traditionnellement

17 Aux fins du contrôle des risques, ils appartiennent à la catégorie de liquidité IV pour les actifs de niveau 1. Orientation BCE/2003/16 du 1er décembre 2003 modifiant l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème, JO L 69 du 8.3.2004, p. 1.

18 Orientation BCE/2003/6, chapitre 6 actifs éligibles, 6.2 actifs de niveau 1, JO L 69 du 8.3.2004, p. 1. L'Eurosystème accepte un large éventail d'actifs en garantie de ses opérations. Une distinction est établie, essentiellement pour des considérations internes à l'Eurosystème, entre deux catégories d'actifs éligibles : les actifs de niveau 1 et de niveau 2. Le niveau 1 est constitué de titres de créance sous la forme de titres négociables satisfaisant aux critères d'éligibilité uniformes définis par la BCE pour l'ensemble de la zone euro. Le niveau 2 est constitué d'actifs supplémentaires, négociables ou non négociables sur un marché, qui présentent une importance particulière pour les marchés de capitaux et les systèmes bancaires nationaux, et dont les critères d'éligibilité sont fixés par les banques centrales nationales, sous réserve de l'accord de la BCE. Toutefois, en mai 2004 le conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé l'introduction progressive d'une « liste unique » dans le dispositif de garanties de l'Eurosystème (voir le communiqué de presse du 10 mai 2004) afin de remplacer l'actuel dispositif de garanties à deux niveaux.

souscrites par le cédant ou par un tiers[19]. Toutefois, cette disposition ne ferait pas obstacle à l'existence de mécanismes de subordination et de structures « en cascade » au sein des différentes catégories de parts ou de titres de créances émis par le FCC.

17. Par conséquent, sur le fondement du libellé actuel de l'article 14 du projet de décret, les parts de FCC ne rempliraient plus les critères d'éligibilité aux fins de garantie en cas d'émission de titres de créances par le FCC ou par le compartiment concerné. De même, les titres de créances émis par le FCC peuvent ne pas être éligibles comme garanties s'ils sont subordonnés à d'autres titres liés au même FCC ou compartiment.

18. La BCE confirme qu'elle ne voit pas d'objection à ce que les autorités nationales compétentes rendent le présent avis public, si elles le jugent bon. Le présent avis sera publié sur le site Internet de la BCE six mois après la date de son adoption.

Fait à Francfort-sur-le-Main, le 14 septembre 2004.

[*signé*]

Le président de la BCE

Jean-Claude TRICHET

19 En conséquence de la réforme en cours, les FCC seront composés à tout moment d'un nombre minimal de deux parts représentant les actifs du FCC.