

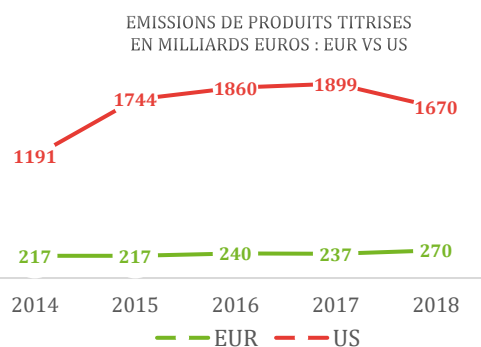
Vers un standard européen du marché de la titrisation : quels enjeux pour les acteurs financiers ?

Février 2020

Dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux, intensifier la réorientation de l'intermédiation financière vers les marchés est une priorité pour Bruxelles. Depuis le 1er janvier 2019, de nouvelles règles en faveur d'une « bonne titrisation » sont applicables. Elles sont portées par le régulateur français dans le cadre de la loi PACTE (art. 206). L'objectif est de relancer un marché jugé propice à l'économie, tout en tirant les leçons de la crise financière de 2008. Courant 2020, le calibrage de la réglementation sera totalement effectif après la validation complète des normes RTS, précisant les compléments d'informations souhaités par les acteurs du marché.

UNE CONJONCTURE DEFAVORABLE

Dans un contexte de pression bilancielle et de taux bas, il est crucial pour les institutions bancaires de s'adapter avec souplesse aux conséquences des nouvelles réglementations tout en accompagnant le développement du crédit. La titrisation fait partie de la palette d'instruments permettant d'élargir l'offre de financement et présente de nombreux avantages, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs. Or, depuis la crise financière de 2008, la relance de ce marché stagne en Europe, tandis qu'outre-Atlantique celui-ci est reparti à la hausse - *graphique émissions de produits titrisés*¹.



¹ AFME Securitization Data Report, First Quarter 2019

Le marché est certes difficilement comparable, toujours est-il que dans la conjoncture actuelle, Bruxelles a l'ambition de le relancer en adoptant un standard européen du marché de la titrisation. L'objectif est de rendre cette activité moins opaque et d'en réduire les risques afin d'attirer plus d'investisseurs.

Encouragée par le Brexit, la France peut jouer un rôle moteur dans le développement de ce marché. Le groupe Crédit Agricole a d'ailleurs ouvert le bal en 2019, avec la première émission publique de RMBS labellisée STS au travers du FCT Crédit Agricole Habitat 2019 pour un montant de 15 milliards d'euros. Admise sur Euronext, cette émission a été notifiée conforme STS par l'ESMA après validation par un tiers certificateur (PCS).

A l'avenir, quels seront les enjeux importants de ce nouveau cadre européen ? Quels sont les impacts business et fonctionnels à venir ? Existe-t-il des freins quant à sa bonne implémentation dans l'activité des acteurs bancaires et assurantiels ?

UN CADRE GENERALISE ET SPECIFIQUE

Un corpus réglementaire global a été défini par les autorités européennes :

- › D'une part pour rassurer les investisseurs en encadrant, sécurisant et apportant plus de transparence aux opérations de titrisation au travers du Règlement (UE) 2017/2402 qui fixe à la fois un cadre général pour toutes les opérations de titrisation, mais aussi un cadre spécifique dédié aux opérations dites STS (Simple, Transparente, Standardisée).
- › D'autre part pour rendre plus attractives les titrisations en amendant les règles de CRR (Capital Requirement Regulation) au travers du Règlement (UE) 2017/2401. C'est ainsi qu'en cas de labellisation STS, des charges moindres en capital sont appliquées et les titrisations sont éligibles en tant qu'actifs liquides favorables au LCR.

Des obligations générales pour les titrisations

Le nouveau cadre fixe un certain nombre de principes permettant de favoriser la titrisation auprès des investisseurs :

- › Des *due diligences* des investisseurs harmonisées et donc facilitées.

- › Une obligation directe de rétention par l'émetteur d'un intérêt économique de 5%, censée aligner les intérêts des émetteurs et des investisseurs.
- › Une transparence au travers des référentiels de données agréés par l'ESMA.

▪ Titrisation STS : rassurer sans brider

Au-delà du cadre général, la réglementation crée une catégorie spécifique : les titrisations STS (Simple Transparente et Standardisée) qui offrent un niveau de confort supplémentaire auprès des investisseurs. La catégorisation STS ne se substitue pas totalement aux diligences habituelles de l'investisseur mais elle les facilite grandement, apporte une sécurité supplémentaire et favorise la comparabilité en augmentant la transparence du véhicule et la définition de règles communes. Ainsi, afin d'être considérée STS, l'opération de titrisation doit être réalisée par un établissement de crédit membre de l'union européenne et les produits doivent être de nature :

- › **Simple** : l'acquisition des expositions sous-jacentes nécessite une cession parfaite « *true sale* ». Les expositions doivent satisfaire des critères d'éligibilité prédéterminés clairs et documentés, afin d'empêcher toute gestion sur une base discrétionnaire. Enfin, la titrisation doit être adossée à un panier d'actifs sous-jacents homogènes et non exposée à des emprunteurs ayant eu des incidents de crédit.
- › **Transparente** : l'émetteur et le sponsor doivent mettre à disposition des investisseurs ou potentiels investisseurs l'ensemble des informations de l'opération : les données statistiques et dynamiques relatives aux performances passées (5 ans d'historiques minimum), les informations en matière de défaut et de perte, modèle de flux de trésorerie précis.
- › **Standardisée** : repose principalement sur la structuration de l'opération : absence de produits dérivés sauf couverture des risques de taux et de change, aucun blocage des liquidités, rétention du risque par le cédant... Il est également nécessaire d'utiliser une documentation transactionnelle appropriée et de recourir à un organe de gestion disposant aussi bien d'une expertise, d'une expérience que d'une organisation adaptée.

Par ailleurs, cette nouvelle législation s'applique uniquement aux opérations réalisées après le 1^{er} Janvier 2019. Les opérations émises avant cette date peuvent être

éligibles à condition de respecter les exigences structurelles et procédurales.

Pour bénéficier du label « STS », l'initiateur et le sponsor doivent adresser conjointement à l'ESMA une notification pour « s'auto certifier » puis faire l'objet d'une publication sur le site internet de l'ESMA.

Etant donné ce principe d'auto-certification des émissions, il est opportun pour les émetteurs et arrangeurs d'enclencher une labellisation additionnelle avec des organismes tels que PCS (Prime Collateralised Securities) ou SVI (STS Verification International GmbH) afin de rassurer les futurs investisseurs sur la qualité réelle du produit STS.

Enfin, il est important de noter que des manquements aux critères STS, alors qu'une notification a eu lieu, peuvent entraîner des sanctions pouvant aller jusqu'à 5M€.

DES AVANTAGES NON NEGLIGEABLES

▪ Des bénéfiques pour les émetteurs

Ce modèle de titrisation est vu comme un levier d'optimisation du bilan des acteurs bancaires émetteurs (apport de liquidité, réduction des charges en capital, optimisation du LCR, meilleure notation, réduction de la taille du bilan...)², ainsi qu'une source d'activité récurrente pour un secteur en recherche de revenus supplémentaires.

L'essor du standard STS en faveur d'une titrisation de qualité devrait permettre d'accroître les volumes d'émissions, d'autant plus que le qualificatif STS s'applique à l'ensemble des tranches (senior, mezzanine, junior) couvrant ainsi un périmètre large de profils de produits.

Une fois les normes techniques d'exécution validées, les émetteurs risquent d'orienter progressivement leurs opérations vers le socle STS.

▪ Un marché à fort intérêt pour les investisseurs

Du côté des investisseurs tels que les assureurs, les produits titrisés permettent d'accéder à des véhicules de placement plus variés assurant une plus grande stabilité et qualité du portefeuille de crédit dans le temps. La titrisation permet également l'émergence de nouveaux profils de risque aux rendements plus attractifs.

² Rapport Paris EUROPLACE

En outre, la plupart des critères STS sont en adéquation avec ceux des titrisations de « type 1 » dans le cadre de Solvency II permettant de bénéficier d'une pondération en capital moins contraignante, suscitant ainsi un plus grand intérêt pour ce type de produits.

QUELS IMPACTS FONCTIONNELS DE CE NOUVEAU CADRE POUR LES ACTEURS DU MARCHÉ ?

▪ Impacts sur les établissements émetteurs

Respecter les contraintes STS ne se fait pas sans effort. Cela nécessite la mise en place, au sein des établissements, de procédures de contrôles robustes, plus ou moins automatisées suivant l'ampleur de l'activité.

Les orientations publiées par l'Autorité Bancaire Européenne (ABE), le 12 décembre 2018, détaillent ainsi plus de 50 points à contrôler lors du processus d'auto-certification : règles de cession, qualité de crédit, conditions en cas de défaut, homogénéité des expositions sous-jacentes, atténuation des risques de taux d'intérêt et de change... Afin de s'assurer du respect de ces contraintes, les établissements devront mettre en place une grille d'analyse des instruments qu'ils souhaitent inclure dans l'opération de titrisation.

Par ailleurs, les établissements devront mettre à disposition un nombre important de données sur les opérations STS avec notamment le modèle de cashflow du passif mais aussi, tous les éléments permettant de satisfaire aux exigences de reporting (sous-jacents, collatéral, structuration...) conformément à l'opinion de l'ESMA du 31 Janvier 2019. Ces reportings constituent d'ailleurs, aujourd'hui, l'un des principaux enjeux de mise en œuvre. Attendant la validation des standards techniques, les établissements restent encore frileux quant à la mise en place d'une vraie infrastructure.

Enfin, la catégorisation STS pose la question de l'offre de titrisation des établissements, les emprunteurs ayant eu des incidents de crédit se voyant exclus de cette catégorie. Toutefois, une place et un marché restent à prévoir pour des émissions non-STs à destination d'investisseurs moins averses au risque et à la recherche de rendements plus importants.

▪ Impacts sur les investisseurs institutionnels

Du côté des investisseurs institutionnels souhaitant bénéficier de l'allègement en fonds propres le plus

favorable, ceux-ci devront choisir la méthode la plus adaptée. En effet, le régulateur a souhaité éliminer au maximum les recours mécaniques aux notations externes. A cet égard, il a introduit une hiérarchisation des méthodes de calcul potentielles (du plus au moins favorable) :

- 1) SEC-IRBA : approche de notation interne fondée sur un calcul des exigences en capital des expositions de même type que celles sous-jacentes à la titrisation avec une vision « prêt par prêt ».
- 2) SEC-SA : approche standardisée fondée sur le risque de crédit pour les expositions sous-jacentes comme si elles n'avaient pas été titrisées. Cette méthode est la plus simple et la moins sensible au risque.
- 3) SEC-ERBA : approche sur la base de notations externes par tranche de titrisation.

La méthode basée sur une notation interne est bien évidemment plus complexe à mettre en œuvre et les établissements souhaitant y avoir recours devront mettre en place des process et systèmes appropriés.

DES POINTS ENCORE EN SUSPENS

Les normes techniques (RTS/ITS) de Janvier 2019 restent à valider par le Parlement européen. Elles précisent notamment tout le corpus de reporting nécessaire. Un marché des émissions STS existe déjà mais beaucoup d'acteurs attendent la validation des normes techniques, et potentiellement leurs modifications, avant d'investir davantage dans l'adaptation de leurs chaînes de traitement et se lancer pleinement dans ce type d'émissions.

L'essor de la Titrisation STS n'en est donc qu'à ses débuts !



Andrey Gromov – Consultant



Armand Affortit – Consultant Senior

AILANCY, cabinet de conseil indépendant spécialisé dans les métiers de la banque de la finance et de l'assurance vous accompagne pour relever vos enjeux métiers, accompagner vos réflexions et mener à bien vos projets de transformation.