

## LA SURVEILLANCE DES ORGANISMES DE TITRISATION

1. L'évolution du secteur des organismes de titrisation en 2005
2. L'évolution du cadre réglementaire
3. La pratique de la surveillance prudentielle



### 1. L'ÉVOLUTION DU SECTEUR DES ORGANISMES DE TITRISATION EN 2005

Au cours de l'année 2005, quatre organismes de titrisation soumis à la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation ont obtenu l'agrément de la CSSF. Il s'agit des organismes de titrisation à compartiments multiples suivants, qui ont tous été constitués sous la forme juridique d'une société anonyme :

- H.E.A.T. Mezzanine I-2005 S.A.
- iStructure S.A.
- Vivaldis, Gesellschaft für strukturierte Lösungen S.A.
- GPB Credit Risk Management S.A.

L'agrément de ces nouveaux organismes de titrisation porte à six le nombre total des organismes de titrisation agréés au 31 décembre 2005. La somme de bilan totale des organismes de titrisation agréés dépasse les EUR 11 milliards à la fin 2005.

Il est rappelé que seules les structures qui émettent en continu des titres à destination du public doivent solliciter un agrément.

Au vu des dossiers soumis, le véhicule des organismes de titrisation semble toutefois rencontrer un vif intérêt principalement auprès des initiateurs allemands. Les titres émis sont en règle générale de nature obligataire et soumis à un droit étranger. Dans la grande majorité des cas, les statuts réservent la possibilité pour l'organisme de titrisation d'effectuer des titrisations par voie d'actions. Les opérations de titrisation consistent essentiellement en la titrisation de crédits et d'autres actifs assimilables ainsi qu'en des opérations de *repackaging* prenant la forme d'émissions de produits structurés.

A ce jour, aucune demande d'agrément pour la constitution d'un représentant-fiduciaire de droit luxembourgeois n'a été soumise à la CSSF, alors que la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation a instauré un cadre légal spécifique pour ces professionnels indépendants chargés de représenter les intérêts des investisseurs. Les organismes de titrisation agréés ont jusqu'ici tous désigné un *trustee* de droit étranger.

Pour 2006, la CSSF s'attend à une poursuite du développement lent mais continu de l'activité de titrisation, ce qui est confirmé par plusieurs dossiers d'agrément actuellement en cours d'instruction.

### 2. L'ÉVOLUTION DU CADRE RÉGLEMENTAIRE

L'année 2005 n'a pas vu de changement au niveau de la législation applicable aux organismes de titrisation.

En attendant la mise en place d'un reporting standard plus élaboré, la CSSF a toutefois jugé utile de préciser dans une lettre-circulaire les deux catégories d'informations qu'elle demande aux organismes de titrisation sur base des articles 23 et 24 de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation, les unes à soumettre sur base *ad hoc*, les autres sur base semestrielle.

Ainsi, sans préjudice des dispositions de l'article 20 de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation, les documents suivants sont à communiquer spontanément à la CSSF dès qu'ils sont disponibles :

- les contrats d'émission définitifs relatifs à toute émission de titres,
- une copie des rapports financiers préparés par l'organisme de titrisation à l'attention de ses investisseurs et des agences de notation, le cas échéant,
- une copie des rapports annuels et des documents émis par le réviseur d'entreprises dans le cadre du contrôle des comptes annuels.

A titre de reporting semestriel, la CSSF demande aux organismes de titrisation de fournir un relevé reprenant les émissions de valeurs mobilières nouvelles, les autres émissions en cours et les émissions venues à échéance sur la période sous revue. Il convient de préciser que par «émission», il y a lieu de reprendre le montant nominal émis, la nature de l'opération de titrisation, le type d'investisseurs visés et, le cas échéant, le compartiment concerné. Le reporting semestriel doit comprendre par ailleurs un état succinct du patrimoine de l'organisme de titrisation avec notamment une ventilation (le cas échéant par compartiment) de ses actifs et engagements. A la date de clôture de l'exercice social, il convient de joindre également un projet de bilan et du compte de profits et pertes de l'organisme de titrisation.

Les informations semestrielles doivent être communiquées à la CSSF dans un délai de 30 jours après la date de référence. Elles peuvent être établies selon un format et sur un support à déterminer par l'organisme de titrisation.

### 3. LA PRATIQUE DE LA SURVEILLANCE PRUDENTIELLE

Plusieurs décisions de principe ont été prises dans des cas particuliers soumis à la considération de la CSSF au cours de l'année 2005, dont les plus importantes sont décrites ci-après.

#### 3.1. Organisation des organismes de titrisation et surveillance de la CSSF

En application de l'article 19 de la loi sur la titrisation, seuls les organismes émettant en continu des valeurs mobilières à destination du public doivent se soumettre à la surveillance prudentielle de la CSSF.

En l'absence de définition de la notion du «public» dans la loi et les travaux parlementaires, la pratique administrative de la CSSF a permis de dégager les critères suivants :

- les émissions destinées aux investisseurs professionnels et les placements privés ne constituent pas des émissions destinées au public,
- par contre, la souscription de titres par un investisseur institutionnel ou intermédiaire financier en vue du placement ultérieur de tels titres dans le public constitue un placement dans le public,
- les émissions dont les coupures dépassent EUR 125.000 sont présumées ne pas être destinées au public, et la cotation d'une émission sur un marché réglementé n'entraîne pas *ipso facto* que cette émission est destinée au public.

A relever que la définition du terme «public» utilisée en matière de titrisation n'est pas alignée sur celle de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières qui introduit pour la première fois en droit luxembourgeois une définition de la notion d'«offre publique» et dont le critère déterminant est celui de la démarche proactive de sollicitation et une offre précise adoptée par le banquier.

En ce qui concerne le critère d'émission «en continu», la CSSF considère qu'il est présumé rempli dès lors que l'organisme de titrisation procède à au moins quatre émissions par an. Néanmoins, un organisme de titrisation qui procède à quatre émissions au moins sur une base annuelle n'est pas pour autant soumis à l'agrément de la CSSF lorsqu'il émet des coupures d'un montant supérieur à EUR 125.000.

Afin de maintenir une approche flexible, la CSSF n'a pas dressé de liste exhaustive des «valeurs mobilières» qu'un organisme de titrisation peut émettre. Les titres émis doivent en tous les cas remplir les caractéristiques et conditions minimales de titres fongibles négociables sur le marché des capitaux.

La CSSF a eu à se prononcer sur la possibilité de nommer des personnes morales au conseil d'administration d'un organisme de titrisation. Alors que la CSSF peut accepter quant au principe la nomination de personnes morales, les critères de compétence et de l'honorabilité des administrateurs seront dans une telle constellation appréciés par la CSSF tant au niveau des personnes morales qu'au niveau des personnes physiques déléguées pour représenter les personnes morales.

En matière comptable, la CSSF a confirmé que les sociétés de titrisation à compartiments multiples sont tenues de présenter leurs comptes annuels ainsi que les notes financières y afférentes dans une forme telle que les données financières de chaque compartiment individuel ressortent clairement. Il est toutefois possible de regrouper les notes aux états financiers pour plusieurs compartiments.

Afin d'éviter des asymétries comptables qui peuvent résulter de l'application de règles d'évaluation différentes selon la forme juridique de l'organisme de titrisation, la CSSF considère qu'il est permis aux sociétés de titrisation d'appliquer la dérogation prévue à l'article 26(5) de la loi du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises, moyennant une explication adéquate en annexe des comptes.

### 3.2. Nature des opérations de titrisation

La CSSF a accepté que certaines titrisations peuvent être réalisées moyennant l'octroi de crédits par un organisme de titrisation sous réserve que, d'une part, les fonds requis pour consentir ce prêt sont obtenus par le biais d'une émission de titres dont le remboursement est lié au remboursement dudit prêt et que, d'autre part, le prêt consenti est un mode d'assomption d'un risque lié à un actif sous-jacent et dont le remboursement est lié à la valeur ou au rendement de ce sous-jacent.

Concernant les activités de gestion active ainsi que la conclusion d'opérations sur des instruments financiers dérivés ou à terme, d'opérations de mise en pension pour valoriser des actifs, les activités de prêts de titres et les *repurchase agreements*, la CSSF considère qu'au vu de leur nature essentiellement statique, les organismes de titrisation doivent restreindre celles-ci à la stricte mesure où ces activités sont rendues nécessaires par ou font partie intégrante des opérations de titrisation. De même, ces activités seront exercées en conformité avec l'article 61(1) de la loi du 22 mars 2004 qui prévoit qu'un organisme de titrisation n'est autorisé à céder ses biens que selon les modalités prévues par ses statuts ou son règlement de gestion.