

## Questions / Réponses Titrisation

Les présentes Questions / Réponses relatives à la « titrisation » remplacent les explications sur la pratique de la surveillance prudentielle fournies par la CSSF dans son rapport d'activités de 2007 relatives à cette matière, ainsi que les Questions / Réponses relatives à la titrisation publiées par la CSSF en date du 19 juillet 2012 et correspondent à la dernière mise à jour rédactionnelle. La présente version a été amendée principalement par l'introduction d'une nouvelle question 19 et accessoirement par une modification des questions 4 et 17 ainsi que de l'annexe. Le présent document s'adresse aux organismes de titrisation agréés par la CSSF en vertu de l'article 19 de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation (la « **Loi 2004** »).

### 1. Quelle est la définition d'une « titrisation » en droit luxembourgeois ?

L'article 1er de la Loi 2004 définit la titrisation comme « *l'opération par laquelle un organisme de titrisation acquiert ou assume, directement ou par l'intermédiaire d'un autre organisme, les risques liés à des créances, à d'autres biens, ou à des engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers en émettant des valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement dépendent de ces risques* ». La Loi 2004 a mis en place au Luxembourg un cadre juridique spécifique pour la titrisation de risques au sens large, tels que définis dans la Loi 2004<sup>1</sup>. L'organisme de titrisation peut prendre en charge ces risques en acquérant les biens, en garantissant les engagements ou en s'obligeant de toute autre manière. Ainsi, les organismes de titrisation qui répondent à la définition retenue par la Loi 2004 et dont les statuts ou le règlement de gestion et/ou les documents d'émission prévoient qu'ils sont soumis aux dispositions de la Loi 2004 bénéficient d'un cadre juridique spécifique pour l'exercice de leur activité.

Le présent document vise la titrisation tombant sous les dispositions de la Loi 2004 ; elle n'a pas pour visée d'interdire la réalisation d'opérations de titrisation selon les règles du droit commun par des entités ne se soumettant pas à la Loi 2004. Ces entités ne peuvent cependant pas se qualifier d'« organismes de titrisation » au sens de la Loi 2004 et ils ne bénéficieront pas du régime de la Loi 2004 dont l'objectif est d'offrir un cadre à la fois sûr et souple à la titrisation.

Les organismes de titrisation soumis à la Loi 2004 jouissent d'une sécurité juridique accrue parce que la Loi 2004 consacre expressément les principes du *limited recourse* et de *non petition* visant à assurer la *bankruptcy remoteness* de l'organisme de titrisation. Elle prévoit en effet d'une part que les investisseurs et les créanciers de l'organisme de titrisation peuvent valablement renoncer à diligenter des mesures d'exécution contre l'organisme de titrisation et à l'assigner en faillite (« *non petition* », cf. article 64 (1) de la Loi 2004) et elle précise d'autre part que les droits des investisseurs et des créanciers d'un organisme de titrisation sont limités aux actifs de l'organisme de titrisation ou du compartiment auquel ils sont attachés (« *limited recourse* », cf. article 62 (1) de la Loi 2004). Les créanciers et les investisseurs peuvent accepter de subordonner l'exigibilité de leur créance à celle d'autres créanciers, voire de certains investisseurs.

Le commentaire des articles de la Loi 2004 souligne que par « opération de titrisation » sont visées les titrisations classiques de créances ainsi que les formes plus modernes de titrisation de risques. L'objet des premières consiste en la cession d'une ou de plusieurs créances plus ou moins homogènes à une structure ad hoc, dénommée organisme de titrisation, qui les acquiert au moyen des fonds récoltés dans le cadre d'une émission de valeurs mobilières. L'opération est destinée à libérer le créancier originel des risques inhérents à ces créances et doit ainsi lui permettre d'alléger son bilan de ces créances. Grâce au regroupement des créances dans une nouvelle structure, la titrisation conduit à isoler celles-ci des autres actifs et engagements du cédant. Ces créances peuvent s'en trouver

<sup>1</sup> D'après la Loi 2004, peuvent être titrisés tous les risques qui sont liés à des créances, à d'autres biens, ou à des engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers.

valorisées offrant dans certains cas une meilleure garantie qu'un recours contre le cédant. De même, l'organisme de titrisation pourra dans certains cas se financer dans des conditions plus avantageuses qu'aurait pu le faire le cédant lui-même par une émission d'obligations ou un crédit.

Pour les investisseurs, qui acceptent de souscrire les valeurs mobilières émises par l'organisme de titrisation, l'opération se caractérise essentiellement par la prise en charge des risques que comportent les créances titrisées, en particulier ceux liés à une défaillance temporaire ou définitive des débiteurs. La valeur et le rendement de leur investissement dépendront directement des risques transférés à l'organisme de titrisation, quoique, du moins pour les tranches *seniors*, diverses techniques de rehaussement de crédit sont souvent utilisées, tels un surdimensionnement partiel du portefeuille ou des garanties procurées par des tiers.

Aboutissant à transférer vers le marché des capitaux les risques qu'une entreprise assume du fait de la détention d'une ou de plusieurs créances, la titrisation apparaît d'un point de vue économique, comme « une transformation de créances en valeurs mobilières ». En tant que telle, la titrisation n'est cependant pas restreinte aux créances, mais est susceptible de s'appliquer à tous genres de risques pouvant être isolés dans un patrimoine spécifique, qui constituera le gage exclusif des investisseurs qui en auront financé le transfert. Dans de telles titrisations, le transfert des risques à l'organisme de titrisation ne passe plus nécessairement par une cession de créances ou d'autres biens. Il peut s'opérer d'abord grâce à la couverture offerte par l'organisme de titrisation au débiteur des engagements en vertu de laquelle le premier s'oblige à en assumer la charge finale. De nombreuses formules peuvent être envisagées pour de telles prises en charge, en partant des figures classiques des garanties et des sous-participations jusqu'aux techniques financières plus récentes, comme les dérivés de crédit.

En ce qui concerne les titrisations liées à tout ou partie des activités d'un tiers (« *whole business securitization* »), elles s'apparentent aux projets dits de financement (« *project finance* ») dans lesquels le remboursement du crédit consenti à une entreprise est fonction des revenus générés par l'activité financée. Le risque pris en charge par l'organisme de titrisation dans de telles transactions réside également dans la rentabilité de l'activité déployée par le tiers auquel l'organisme accorde son soutien. Mais à la différence d'un prêteur ordinaire, l'organisme de titrisation fait porter ce risque directement aux investisseurs.

La Loi 2004 est donc ouverte à la titrisation de n'importe quel type de risques, au sens le plus large, qu'ils soient inhérents à des créances ou à tous autres genres de biens ou à des engagements ou des activités de quelque nature qu'ils soient. Elle l'est aussi à toute technique de transfert de ces risques, que celui-ci passe par un transfert d'actifs ou d'autres formes de couverture susceptibles de satisfaire l'entreprise qui souhaite en être déchargée.

La définition retenue en droit luxembourgeois pour la titrisation laisse donc un large éventail de possibilités aux organismes de titrisation. Ceci dit, il ressort clairement des documents parlementaires que la cause et le but principal d'une transaction de titrisation sous la Loi 2004 devra en principe toujours être une « transformation » économique de certains risques en valeurs mobilières à travers l'acquisition ou la couverture des premiers et l'émission des seconds.

La CSSF souligne à l'attention des organismes de titrisation sujets à agrément et soumis à sa surveillance, qu'il convient que les organismes de titrisation et les transactions envisagées respectent non seulement la définition légale de « titrisation », mais également l'esprit de la Loi 2004 et ne servent pas comme outil d'un abus de droit. En particulier, la mise en place d'une titrisation luxembourgeoise ne doit avoir pour objet d'éviter l'application de dispositions prudentielles plus contraignantes ou de contourner des restrictions pouvant exister quant à l'investissement dans les risques sous-jacents ou à leur distribution. La CSSF se réserve le droit de requérir un avis juridique pour établir le respect de ces conditions. Dans cette perspective, pour les organismes de titrisation soumis à sa surveillance, la CSSF analyse notamment la structure de l'opération, ainsi que l'origine et la nature du risque qui fait l'objet de la titrisation. A cet effet, le dossier d'agrément doit comprendre tous les éléments pertinents relatifs aux transactions envisagées et les demandeurs doivent faire preuve d'une transparence complète vis-à-vis de la CSSF (cf. annexe – pour la liste des renseignements qui doivent être fournis à la CSSF).

### 2. Que faut-il entendre par « organisme de titrisation » sous la Loi 2004 ?

L'article 1er paragraphe 2 de la Loi 2004 définit les organismes de titrisation comme « *les organismes qui accomplissent entièrement la titrisation et ceux qui participent à une telle opération par la prise en charge de tout ou partie des risques titrisés - les organismes d'acquisition - ou par l'émission des valeurs mobilières destinées à en assurer le financement - les organismes d'émission, et dont les statuts, le règlement de gestion ou les documents d'émission prévoient qu'ils sont soumis aux dispositions de la présente loi.* » L'opération de titrisation consiste donc en deux volets exécutés par l'organisme de titrisation : la prise en charge de risques et l'émission de valeurs mobilières. Le commentaire des articles de la Loi 2004 souligne que c'est en effet au niveau de l'organisme de titrisation que se réalise la « transformation » économique des risques en valeurs mobilières à travers l'acquisition ou la couverture des premiers et l'émission des seconds.

L'organisme de titrisation permet de créer le lien nécessaire entre la valeur des risques et celle des valeurs mobilières qui en auront permis l'acquisition. La titrisation consiste toujours à isoler dans une structure ad hoc un ensemble de risques pour permettre une émission de valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement sont fonction de ces risques. Dans l'hypothèse classique d'une transaction portant sur une ou plusieurs créances, cela signifie que les droits des investisseurs dépendront à chaque instant directement de la qualité des créances.

La Loi 2004 n'exige cependant pas que la titrisation s'opère par l'intermédiation d'un seul et même organisme de titrisation. L'on peut, en effet, parfaitement concevoir que les risques soient transférés à un organisme distinct de celui qui se charge d'émettre les valeurs mobilières, à condition seulement pour les deux de lier leurs interventions respectives.

### 3. Quels organismes de titrisation doivent être agréés par la CSSF ?

Certaines dispositions de la Loi 2004 s'appliquent à tous les organismes de titrisation, qu'ils soient ou non soumis à la surveillance de la CSSF alors que d'autres dispositions ne s'appliquent qu'aux organismes de titrisation soumis à l'obligation de l'agrément.

La Loi 2004 précise que les organismes de titrisation qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public (« organismes de titrisation agréés ») doivent être agréés par la CSSF pour exercer leurs activités. Si un organisme de titrisation envisage des transactions qui sont susceptibles de remplir cumulativement les deux critères « en continu » et « à destination du public », alors il faut qu'il requière d'abord (c'est-à-dire avant de commencer une activité remplissant ces deux critères) l'agrément de la CSSF (article 19 de la Loi 2004). L'organisme de titrisation devra faire cette appréciation sous sa propre responsabilité et ensuite contacter, le cas échéant, la CSSF de manière spontanée.

Il est recommandé aux organismes de titrisation qui ne prévoient pas d'activité d'émission en continu à destination du public de préciser ceci dans les documents constitutifs, étant entendu toutefois qu'une telle disposition contractuelle ne suffit pas pour échapper à l'obligation d'agrément au cas où ultérieurement les conditions en seraient cependant réunies en pratique.

A relever par ailleurs que dans une structure duale transfrontalière où l'organisme d'acquisition est situé au Luxembourg et l'organisme d'émission est situé à l'étranger, le texte de la Loi 2004 implique que l'organisme d'acquisition situé au Luxembourg ne sera pas soumis à l'obligation d'agrément, ceci même lorsque l'organisme d'émission étranger émet des valeurs mobilières en continu à destination du public.

Une fois agréé, l'organisme de titrisation reste en principe soumis à la surveillance de la CSSF jusqu'à la clôture de sa liquidation. Cependant, si à un moment donné, l'organisme de titrisation ne procède plus à

de nouvelles émissions en continu à destination du public et à condition que soient arrivées à échéance et remboursées toutes les émissions de valeurs mobilières que l'organisme de titrisation a émises à destination du public pendant la période où il était soumis à surveillance, l'organisme de titrisation peut adresser à la CSSF une demande afin d'être retiré de la liste officielle des organismes de titrisation agréés.

#### **4. Que faut-il entendre par les critères « en continu » et « à destination du public » ?**

L'obligation de se soumettre à la surveillance prudentielle de la CSSF incombe aux organismes de titrisation dont les émissions de valeurs mobilières se font en continu à destination du public (article 19 de la Loi 2004).

Pour apprécier l'obligation d'agrément, l'organisme de titrisation se référera aux présomptions suivantes que la pratique prudentielle de la CSSF a dégagées :

- Emission de valeurs mobilières en continu :

L'émission de valeurs mobilières est présumée continue si l'organisme de titrisation procède à plus de trois émissions au public par an. Le nombre d'émissions à prendre en compte est le total des émissions de tous les compartiments de l'organisme de titrisation.

Par ailleurs, un programme d'émission n'équivaut pas en lui-même à une émission.

Pour déterminer le nombre d'émissions annuelles de l'organisme de titrisation qui émet des valeurs mobilières sous un programme, il convient a priori de considérer chaque série comme une émission séparée, à moins qu'un examen de la nature du programme et des différentes séries d'émissions permette de conclure que les caractéristiques de ces émissions permettent de considérer qu'elles constituent une seule et même émission et non pas des émissions séparées.

- Emission de valeurs mobilières à destination du public :

En ce qui concerne l'émission de valeurs mobilières à destination du public, la CSSF a arrêté les critères d'appréciation suivants :

- les émissions destinées à des clients professionnels au sens de l'annexe II de la directive 2004/39/CE (MiFID) ne constituent pas des émissions destinées au public ;
- les émissions dont les coupures sont égales à ou dépassent EUR 125.000 sont présumées ne pas être destinées au public,
- la seule cotation d'une émission sur un marché réglementé ou alternatif n'entraîne pas ipso facto que cette émission doit être considérée comme étant destinée au public,
- les émissions distribuées sous la forme de placements privés, quel que soit le montant de la coupure, ne constituent pas des émissions destinées au public. La qualification de placement privé doit être appréciée de cas en cas selon les moyens de communications utilisés et la technique employée pour la distribution des valeurs mobilières. Toutefois, la souscription de valeurs mobilières par un intermédiaire financier ou un investisseur institutionnel en vue du placement ultérieur de telles valeurs mobilières dans le public constitue un placement dans le public. Par ailleurs dans l'hypothèse où l'émission de titres par l'organisme de titrisation est structurée en vue de la commercialisation au moyen d'un « wrapper » destiné au public, alors une telle émission sera présumée être à destination du public.

L'appréciation du caractère « public » des émissions se fera notamment en relation avec le public cible auquel les valeurs mobilières émises seront offertes et/ou distribuées. Il va de soi que l'organisme de titrisation offrant ses valeurs mobilières ou les entités qui, le cas échéant, les distribuent ou les placent

auprès des investisseurs doivent s'assurer qu'ils respectent toutes les dispositions légales applicables dans les différentes juridictions, et notamment celles en matière d' « offres au public ».

L'appréciation de l'obligation d'agrément doit tenir compte, le cas échéant, des systèmes de distribution mis en place pour les valeurs mobilières émises (« *look-through approach* »). En effet, certaines valeurs mobilières peuvent être offertes de manière continue au grand public par des canaux de distribution visant spécialement les investisseurs de détail (*retail investors*).

### **5. Quels sont les documents et informations que doit contenir le dossier d'agrément à soumettre à la CSSF?**

La demande d'agrément doit être accompagnée de tous les renseignements nécessaires à son appréciation (voir Annexe)<sup>2</sup>. Dans la mesure où ces informations sont disponibles au moment de l'introduction du dossier, elle doit comporter au minimum les éléments énumérés à l'annexe de la présente et relative à la demande d'agrément. La CSSF se réserve le droit de demander la communication de toute autre information jugée nécessaire pour l'instruction du dossier d'agrément.

Lors de l'introduction d'un dossier d'agrément d'un nouvel organisme de titrisation, la CSSF invite systématiquement la personne à l'origine du projet de l'organisme de titrisation à une entrevue afin de lui permettre de présenter son projet.

#### Les documents constitutifs

La CSSF approuve les statuts ou le règlement de gestion de l'organisme de titrisation et agréé, le cas échéant, sa société de gestion. Cette procédure s'applique également aux organismes de titrisation existants qui sollicitent un agrément seulement après avoir effectué pendant un certain temps des opérations de titrisation en tant qu'entités non surveillées. Il convient dans ce cas de joindre au dossier d'agrément une information sur les émissions déjà réalisées, ainsi que sur la situation financière de l'organisme de titrisation, respectivement de la société de gestion d'un fonds de titrisation.

#### Organisation et administration

L'organisation administrative et comptable mise en place, le cas échéant via des fonctions déléguées, doit être de nature à garantir que l'organisme de titrisation dispose d'une organisation et des moyens humains et matériels adéquats pour pouvoir exercer correctement et de façon professionnelle son activité. La structuration du volet technique des opérations de titrisation peut être déléguée, y compris à des professionnels étrangers. Dans ce cas, un mécanisme d'échange d'informations adéquat entre les fonctions déléguées et l'entité luxembourgeoise chargée de l'administration de l'organisme de titrisation doit être mis en place dès la constitution de l'organisme de titrisation.

La structure organisationnelle et administrative au Luxembourg d'un organisme de titrisation soumis à agrément doit permettre aux dirigeants de l'organisme de titrisation d'exercer leur rôle de coordination et de surveillance de l'activité des fonctions déléguées et au réviseur d'entreprises et à la CSSF d'exercer leurs missions de contrôle. Ainsi, toutes les informations administratives et toutes les informations essentielles relatives au volet technique doivent être au Luxembourg, c'est-à-dire les pièces comptables et autres documents qui constituent la documentation essentielle des organismes de titrisation doivent être disponibles à la première demande de la CSSF. La substance administrative de la société doit donc être disponible au Luxembourg et la CSSF apprécie la structure et la gestion administrative de l'organisme de titrisation de cas en cas.

#### Dirigeants et actionariat

---

<sup>2</sup> Cf. Annexe : Liste des renseignements à fournir à la CSSF pour un agrément en tant qu'organisme de titrisation

Afin que la CSSF puisse apprécier les qualités des personnes impliquées dans la structure, l'organisme de titrisation doit communiquer à la CSSF à la fois l'identité de la personne à l'origine du projet de titrisation, celle de ses dirigeants (à savoir les membres des organes d'administration, de gestion et de surveillance), et celle du ou des bénéficiaires effectifs. Le cas échéant des informations sont également à fournir sur l'identité et les compétences du représentant des obligataires.

La personne à l'origine du projet de titrisation devrait être en mesure de donner du confort à la CSSF sur la viabilité du projet, notamment par référence à l'exigence légale des moyens matériels et humains adéquats ; cependant la personne à l'origine du projet de titrisation n'est pas tenue à ce titre d'un quelconque engagement financier ou de garantie de bonne fin.

En vue de l'obtention de l'agrément, l'article 20 (2) de la Loi 2004 dispose que les personnes physiques et, dans le cas de personnes morales « *Les membres des organes d'administration, de gestion et de surveillance d'une société de titrisation ou d'une société de gestion d'un organisme de titrisation agréé ainsi que leurs actionnaires et les associés, directs ou indirects, en mesure d'exercer une influence significative sur la conduite des affaires d'une telle société doivent avoir l'honorabilité ainsi que l'expérience ou les moyens requis pour l'exercice de leurs fonctions. A cette fin l'identité de ces personnes, ainsi que tout remplacement, doivent être notifiés immédiatement à la CSSF.* »

L'honorabilité professionnelle s'apprécie sur base des antécédents judiciaires et de tous les éléments susceptibles d'établir que les personnes visées jouissent d'une bonne réputation et présentent toutes les garanties d'une activité irréprochable.<sup>3</sup> L'exigence généralisée d'une activité irréprochable doit en particulier permettre d'assurer la confiance du public dans les entités autorisées ainsi que la réputation de la place financière luxembourgeoise. Le fait de présenter toutes les garanties d'une activité irréprochable englobe par exemple toutes les caractéristiques personnelles et professionnelles qui permettent à un individu de diriger correctement un professionnel surveillé par la CSSF. L'activité professionnelle passée et présente d'une personne sont des éléments substantiels pour apprécier et évaluer l'honorabilité de cette personne dans une perspective dirigée vers son activité future sur la place.

En ce qui concerne les administrateurs d'une société de titrisation ou de la société de gestion d'un fonds de titrisation, qui doivent être au nombre de trois au moins, la CSSF exige qu'ils jouissent d'une expérience professionnelle solide dans le domaine de la titrisation, afin de les juger acceptables pour qu'ils puissent administrer d'une manière professionnelle la société de titrisation respectivement la société de gestion d'un fonds de titrisation. Notamment au cas où il n'y aurait pas de représentant de la personne à l'origine du projet de titrisation parmi les membres du conseil d'administration, il est particulièrement important que les administrateurs de l'organisme de titrisation aient l'expérience, les facultés et les moyens requis afin de pouvoir comprendre et contrôler de manière indépendante toutes les techniques financières, juridiques et comptables utilisées dans le contexte d'une telle titrisation.

La CSSF accepte que les mandats des administrateurs soient attribués exclusivement à des personnes morales. Les critères de la compétence et de l'honorabilité des administrateurs sont dans un tel cas appréciés par la CSSF au niveau des personnes morales et au niveau des personnes physiques désignées pour représenter les administrateurs personnes morales. Ainsi, les représentants des administrateurs doivent justifier de leur honorabilité et de leur expérience professionnelles.

Il faut que tout administrateur se tienne au courant de la situation financière de l'organisme de titrisation et puisse assumer sa responsabilité par rapport aux investisseurs et par rapport à la CSSF.

---

<sup>3</sup> Cf. Question 10 des « Questions/Réponses relatives à l'obtention d'un agrément en tant que « PSF » sur le site internet de la CSSF, Section Documentation/FAQ, Foire aux questions (FAQ), Entreprises d'investissement.

### 6. Quelles sont les techniques de prise en charge des risques titrisés ?

La Loi 2004 a pour but d'autoriser la titrisation de la plus grande variété de risques liés à tous biens, qu'ils soient mobiliers ou immobiliers, corporels ou incorporels, ainsi que ceux résultant d'engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers.

La prise en charge des risques par l'organisme de titrisation peut résulter d'un transfert d'actifs, mais aussi d'autres formes de transfert de risque par lesquelles l'organisme de titrisation procure notamment une couverture à l'entreprise qui souhaite en être déchargée.

Ainsi, (i) à côté de la titrisation classique *true sale* qui passe par la cession d'actifs à l'organisme de titrisation, (ii) la Loi 2004 consacre la titrisation « synthétique » où seul le risque lié aux actifs est transféré et (iii) également la titrisation dite *whole business securitisation* ou *partial business securitisation*.

### 7. Quelles sont les différentes formes possibles de titrisations de créances ?

La titrisation classique de créances implique en général l'acquisition d'une ou de plusieurs créances auprès d'un cédant (*originator*).

L'acquisition des créances prend généralement la forme d'un *true sale*, lorsque l'organisme de titrisation devient propriétaire juridique des droits de créance. La titrisation de créances peut cependant également consister en des titrisations synthétiques où seuls les *risques* liés au portefeuille de créances sont transférés vers l'organisme de titrisation, par exemple au moyen de l'émission par l'organisme de titrisation d'une garantie ou via le recours à des dérivés de crédits (*credit default swaps*).

Dans des circonstances spécifiques, peuvent cependant également être considérées comme des titrisations les structures où formellement c'est l'organisme de titrisation qui octroie lui-même des crédits au lieu de les acquérir sur le marché secondaire, à condition que l'organisme de titrisation n'alloue pas les fonds récoltés auprès du public à une activité de crédit *pour compte propre* et que la documentation relative à l'émission, soit définisse clairement les actifs desquels dépendra le service et le remboursement des prêts accordés par l'organisme de titrisation, soit décrive de façon précise (i) le(s) emprunteur(s) et/ou (ii) les critères selon lesquels les emprunteurs seront sélectionnés, afin que les investisseurs aient au moment de l'émission des valeurs mobilières une connaissance adéquate des risques, y compris de crédit, et du rendement liés à leur investissement. Il convient dans les deux cas de fournir également au niveau des documents d'émission une information sur les caractéristiques des prêts accordés. La CSSF appréciera le respect de ces conditions de cas en cas. Il appartient par ailleurs aux intervenants de s'assurer que soient respectées toutes autres dispositions légales applicables.

Dans ce contexte, la CSSF tient à souligner que les discussions actuellement en cours au niveau international sur le « *shadow banking* » sont susceptibles d'avoir des répercussions sur l'environnement légal et réglementaire applicable à ce genre d'activité.

D'une façon générale, au vu de la nature d'une activité de titrisation, l'action de l'organisme de titrisation doit se limiter à une gestion passive en bon père de famille du portefeuille de créances titrisé, ceci indépendamment du fait que cette gestion soit ou non déléguée à un professionnel agissant pour compte de l'organisme de titrisation. Si cette gestion peut englober, dans certains cas, par exemple la renégociation de l'échéancier des paiements ou des conditions du crédit en cas de difficultés financières d'un débiteur, elle ne pourra cependant en aucun cas consister ni en une gestion active du portefeuille visant à exploiter des fluctuations à court terme des prix de marché et résultant en une activité continue d'acquisition et de cession de créances, ni, comme mentionné supra, en une activité de crédit professionnelle exercée pour compte propre par l'organisme de titrisation.

### 8. Quels sont d'autres types d'actifs et de risques qu'un organisme de titrisation peut prendre en charge ?

Différents types d'opérations de titrisation sont envisageables, à condition que les transactions envisagées respectent non seulement la définition légale de « titrisation », mais également l'esprit de la Loi 2004 et soient conformes aux meilleures pratiques de marché. A cet effet, il est renvoyé aux principes exposés au point 1.

Les exemples d'actifs et de risques titrisables repris ci-dessous ne constituent pas une liste limitative ; elle fournit des éléments d'information sur la façon dont la CSSF appréciera les dossiers d'agrément spécifiques qui seront analysés par ailleurs sur base des renseignements détaillés à soumettre à la CSSF (cf. annexe).

#### a) titrisation d'actifs/instruments financiers

Si la titrisation d'un portefeuille d'actifs financiers est possible, il convient de signaler que la gestion des actifs doit se faire dans le respect des limites posées par l'article 61 de la Loi 2004 à l'étendue de la liberté de gestion des investissements des organismes de titrisation.<sup>4</sup>

Lors de la titrisation d'actifs financiers, les statuts ou les documents relatifs à l'émission des valeurs mobilières doivent décrire les critères de sélection ainsi que la composition le cas échéant par catégories d'actifs du portefeuille titrisé et prévoir les conditions et les critères selon lesquels les actifs composant ce portefeuille peuvent être cédés, conformément à l'article 61 de la Loi 2004. Aussi l'activité de l'organisme de titrisation, notamment en matière de gestion des actifs mais également en ce qui concerne la fréquence et les modalités de rachat des valeurs mobilières émises par l'organisme, doit être telle qu'elle n'entre pas dans le champ d'application des réglementations applicables au fonctionnement et à la gestion des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et des fonds d'investissement alternatifs.

Les opérations qui ont plus particulièrement pour objet le *repackaging d'actifs financiers*, consistent généralement en la titrisation d'un ou de plusieurs actifs financiers, souvent de type obligataire, dont certaines caractéristiques, telles que par exemple la devise d'émission ou le référentiel de taux d'intérêt, sont modifiées grâce au recours à la technique de la titrisation. L'émission de valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement dépendent des actifs financiers titrisés mais pour lesquels certaines caractéristiques ont été changées permet ainsi de mieux accommoder les préférences des investisseurs.

Les opérations dites de « *repackaging* », peuvent être des opérations de titrisation classiques ou synthétiques pour ce qui concerne la technique de transfert du risque. Dans certains cas, elles peuvent consister en la titrisation d'indices d'actions ou autres actifs financiers, de paniers d'actions ou de parts d'organismes de placement collectif, dans le respect des conditions supra. L'acceptabilité d'une titrisation d'actions ou de parts d'un seul OPC sera appréciée par la CSSF de cas en cas.

#### b) titrisation de *commodities*

En ce qui concerne par exemple les matières premières (p.ex. métaux précieux) ou d'autres biens ayant des caractéristiques similaires, une opération de titrisation pourra prendre la forme d'une acquisition de ces biens à condition qu'une telle acquisition ait pour objectif de mettre en place un financement ou un refinancement dans le cadre duquel les matières premières ou les biens constituent une garantie de remboursement aux tiers des fonds qu'ils ont mis à disposition. En aucun cas l'organisme de titrisation

<sup>4</sup> Art. 61. (1) Un organisme de titrisation n'est autorisé à céder ses biens que selon les modalités prévues par ses statuts ou son règlement de gestion.



ne pourra s'engager dans une activité qui impliquerait qu'il soit considéré comme une entreprise au sens du droit communautaire<sup>5</sup>.

L'organisme de titrisation peut cependant également émettre des valeurs mobilières de type « produits structurés » procurant à l'investisseur une exposition sur l'évolution du prix des « *commodities* » sous-jacentes. Dans ce cas on est en présence de produits d'investissement. Pour ce type de produits, les dirigeants de l'organisme de titrisation mettront en place et communiqueront aux investisseurs une stratégie de sortie qui ne forcera pas l'organisme de titrisation à devoir intervenir de façon régulière et importante par des opérations d'achat et de vente dans les marchés.

### 9. Par quels moyens un organisme de titrisation peut-il se financer ?

L'organisme de titrisation se finance par l'émission de valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement dépendent des risques assumés par l'organisme de titrisation ou, le cas échéant, l'organisme d'acquisition lorsque les risques titrisés sont détenus par un organisme distinct de celui qui émet des valeurs mobilières.

Il est toutefois acceptable que les organismes de titrisation recourent, à titre transitoire, à l'emprunt ou à des financements intra-groupe en vue de préfinancer l'acquisition des risques à titriser en attendant de procéder à l'émission de valeurs mobilières à destination des investisseurs (*warehousing*) dans un délai approprié en tenant compte des conditions de marché.

En complément du financement par émission de valeurs mobilières, un organisme de titrisation peut également recourir de façon durable mais limitée à l'emprunt.

Il est important de noter que ce recours à l'emprunt ne peut se pratiquer que de manière accessoire et/ou dans les cas où une ligne de crédit serait temporairement nécessaire au vu du type de titrisation, alors que l'objet principal et déterminant de la transaction sera toujours la titrisation, c'est-à-dire la transformation économique de risques en valeurs mobilières. Le recours à l'emprunt peut se faire soit dans le cadre de la mise en place de la structure initiale, par exemple lorsque la personne à l'origine du projet de titrisation octroie un prêt subordonné au moment de la mise en place de la structure comme alternative à un investissement direct dans la tranche *equity*, soit pour servir de facilité de liquidité, notamment lorsqu'il y a un manque de synchronisation temporaire entre les flux financiers relatifs aux actifs titrisés et les flux financiers relatifs aux valeurs mobilières émises par l'organisme de titrisation. Il est également acceptable que le recours à l'emprunt soit utilisé dans le but d'améliorer le rendement pour les investisseurs.

Le recours à l'emprunt n'est toutefois acceptable que lorsque le financement de l'opération de titrisation comporte par ailleurs l'émission de valeurs mobilières pour un montant proportionnellement substantiel. Les opérations de titrisation comportant un recours à l'emprunt seront appréciées par la CSSF de cas en cas, en tenant compte notamment des caractéristiques de l'opération de titrisation et de la nature des risques titrisés.

En particulier pour les organismes de titrisation dont les titres sont placés dans le public, la CSSF s'attend à ce que le recours à l'emprunt reste limité et serve essentiellement à des fins de structuration.

Les investisseurs doivent en tous les cas être suffisamment informés par les documents relatifs à l'émission des valeurs mobilières sur le risque supplémentaire qu'ils encourent dû au recours par l'organisme de titrisation à l'emprunt, sur l'existence éventuelle de sûretés accordées en contrepartie de ces financements, ainsi que sur les limites posées à l'endettement et sur les conditions de crédit.

<sup>5</sup> Cour de Justice des communautés européennes (CJCE), arrêt Höffner, 1991 : « *la notion d'entreprise comprend toute entité exerçant une activité économique, indépendamment du statut juridique de cette entité et de son mode de financement* »

### 10. Quels types de valeurs mobilières un organisme de titrisation peut-il émettre ?

Les valeurs mobilières émises par les organismes de titrisation agréés sont en règle générale de nature obligataire et souvent soumis à un droit étranger. Les statuts peuvent réserver la possibilité pour l'organisme de titrisation d'effectuer des titrisations par voie d'actions. Certains organismes de titrisation ont aussi la possibilité d'émettre des *warrants*.

En ce qui concerne la nature du financement par émission de valeurs mobilières, la Loi 2004 permet à l'organisme de titrisation d'émettre des *trackers*, c'est-à-dire des valeurs mobilières dont le rendement ou la valeur sont fonction soit d'un ou de plusieurs compartiments déterminés, soit de certains risques pris en charge par l'organisme de titrisation, indépendamment de la valeur et du rendement de l'organisme ou de ses compartiments.

L'organisme de titrisation peut aussi émettre des valeurs mobilières subordonnées en ayant recours à la technique du *tranching*, c'est-à-dire émettre des valeurs mobilières dont le remboursement est subordonné au remboursement prioritaire d'autres valeurs mobilières, de certaines créances ou de certaines catégories d'actions.

La Loi 2004 permet également aux organismes de titrisation, y compris aux sociétés de titrisation, d'émettre des actions et des obligations de valeur inégale. Dans ce cas, le droit de vote doit rester proportionnel à la quotité du capital ou de l'emprunt obligataire représenté.

En application du principe de la *lex contractus* (pour les valeurs mobilières de type obligataire) respectivement de la *lex societatis* (valeurs mobilières de type *equity*) en droit international privé, sont considérées comme valeurs mobilières au sens de la Loi 2004 les valeurs mobilières soumises à un droit étranger auxquelles est reconnu le caractère de « valeur mobilière » par le droit applicable ou qui constituent des valeurs mobilières au sens de la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID).

Il est précisé également que sont considérées comme des valeurs mobilières au sens de la Loi 2004, les parts et obligations émises par un organisme de titrisation constitué sous la forme d'une société à responsabilité limitée.

### 11. Dans quelles circonstances une sûreté peut être constituée ?

Concernant les sûretés susceptibles d'être constituées sur les biens, l'article 61 (3) de la Loi 2004 stipule que « *il ne peut constituer de sûreté ou donner en garantie, de quelque manière que ce soit, ses biens qu'en couverture des engagements qu'il a souscrits en vue de réaliser leur titrisation ou en faveur de ses investisseurs, de leur représentant-fiduciaire ou de l'organisme d'émission participant à la titrisation* ».

### 12. L'organisme de titrisation doit-il gérer ses biens lui-même ou doit-il en déléguer la gestion à un tiers?

L'organisme de titrisation peut en principe gérer lui-même ses biens ou en confier la gestion à des tiers, y compris au cédant, dans les limites définies par la Loi 2004.

Cette gestion doit se faire conformément à l'article 61 de la Loi 2004 qui exige notamment que les documents constitutifs de l'organisme de titrisation prévoient, du moins dans leur principe, la possibilité et les modalités de cession des actifs et risques titrisés garantissant les droits des investisseurs. La CSSF accepte toutefois que les documents constitutifs renvoient aux documents d'émission qui doivent

alors prévoir pour chaque émission aussi bien la procédure de prise de décision que les modalités de la cession des actifs et risques titrisés.

### **13. Quelles sont les limites existant, notamment en matière de gestion, à l'activité d'un organisme de titrisation?**

Un organisme de titrisation doit se limiter en principe à l'administration des flux financiers liés à l'opération de titrisation elle-même et à la gestion en bon père de famille du ou des risques titrisés, à l'exclusion de toute activité susceptible de qualifier l'organisme de titrisation d'entrepreneur, telle que par exemple la prestation de services à des tiers.

Toute gestion par l'organisme de titrisation de créances, de biens ou d'activités de tiers qui crée un risque supplémentaire propre à l'activité de l'organisme de titrisation par rapport au risque inhérent à ces créances, ces biens ou ces activités ou vise la création de richesses supplémentaires ou résulte dans un développement commercial des activités de l'organisme de titrisation, est, en principe, incompatible avec l'objet de la Loi 2004, nonobstant le fait que la gestion effective des biens, des créances ou des activités ait été déléguée à un prestataire de services externe.

En ce qui concerne plus particulièrement l'activité de gestion lors de la titrisation d'un portefeuille d'actifs financiers, cette gestion doit se faire conformément à l'article 61(1) de la Loi 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. Le principe et les modalités applicables lors de la titrisation d'un portefeuille d'actifs financiers ou le recours aux techniques financières mentionnées ci-dessous devront être décrits dans les documents d'émission. Les documents d'émission doivent préciser pour chaque émission par qui et comment les décisions de vente d'actifs seront prises. Par ailleurs, toute possibilité de transfert et de réemploi des actifs par la contrepartie de l'organisme de titrisation (« *rehypothecation* ») devra être décrite au prospectus ou dans les documents constitutifs de l'organisme de titrisation.

Concernant les activités accessoires à la titrisation d'un portefeuille d'actifs financiers, telles que par exemple la conclusion d'opérations sur des instruments financiers ou à terme en vue de la couverture de risques ou en vue d'une gestion efficace du portefeuille, ou la réalisation d'opérations de mise en pension et d'activités de prêts de titres pour améliorer le rendement des actifs titrisés, le principe de spécialisation s'appliquant aux organismes de titrisation implique qu'ils doivent restreindre celles-ci dans la stricte mesure où ces activités se justifient par la nature des opérations de titrisation.

### **14. Quelles sont les règles applicables en matière de compartimentage d'un organisme de titrisation ?**

La Loi 2004 permet aux organismes de titrisation de constituer un ou plusieurs compartiments qui représentent chacun une subdivision du patrimoine destinée à accueillir les biens et les engagements afférents aux opérations qui y sont attachées et qui bénéficient d'une gestion autonome des actifs et des passifs qu'il comporte.

Les actifs d'un compartiment répondent exclusivement des droits des investisseurs relatifs à ce compartiment et chaque compartiment est traité comme une entité à part dans les relations entre investisseurs, à moins que les documents constitutifs ne stipulent le contraire. La Loi 2004 instaure l'étanchéité obligatoire des compartiments à l'égard des créanciers tiers de l'organisme de titrisation en interdisant aux créanciers dont la créance est née à l'occasion de la création, du fonctionnement ou de la liquidation d'un compartiment d'agir en exécution sur les actifs rattachés à un autre compartiment.

La possibilité de créer des compartiments doit être prévue par les statuts ou le règlement de gestion de l'organisme de titrisation. La décision d'y procéder revient au conseil d'administration ou à la société de gestion et peut être prise tout au long de l'existence de l'organisme de titrisation. Dans le cas d'organismes de titrisation à compartiments multiples, les statuts doivent en principe comprendre une clause arrêtant le mode d'allocation des frais généraux incombant à l'organisme de titrisation - entité juridique et qui ne sont pas relatifs à un compartiment.

Les organismes de titrisation à compartiments multiples sont tenus d'établir des états financiers comprenant notamment une ventilation de leurs actifs et engagements par compartiment. Dans la présentation des comptes annuels et des notes financières y afférentes, les données financières de chaque compartiment individuel doivent ressortir clairement et le certificat du réviseur d'entreprises se prononcera sur le respect par les comptes annuels du principe de l'image fidèle tant au niveau de la société que de ses compartiments.

### **15. Sous quelle forme les investisseurs peuvent-ils être représentés ?**

Lorsqu'un organisme de titrisation émet des titres de créance, la Loi 2004 réserve aux porteurs de ces titres le bénéfice d'une représentation des obligataires organisée par les articles 86 et suivants de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales. Les investisseurs concernés peuvent aussi se doter d'une autre forme de représentation en confiant la défense de leurs intérêts à un représentant-fiduciaire dont le statut est défini par la Loi 2004.

La CSSF accepte aussi la désignation d'un *trustee* de droit étranger agissant au bénéfice des investisseurs à condition que le régime de cette représentation soit défini dans les contrats d'émission des valeurs mobilières. Lorsque l'organisme de titrisation agréé désigne un *trustee* de droit étranger pour représenter les intérêts des investisseurs, ce *trustee* doit disposer d'une organisation et des moyens humains, financiers et matériels adéquats pour pouvoir exercer son activité de façon professionnelle. Une information relative au *trustee* est à joindre au dossier d'agrément.

En ce qui concerne le régime de représentation, il est possible de déroger dans les statuts, les contrats d'émission ou l'acte de nomination du représentant-fiduciaire au régime de représentation organisé par la loi luxembourgeoise sur les sociétés commerciales, ceci indépendamment du fait que l'émission soit ou non soumise à un droit étranger.

Pour les organismes de titrisation agréés, la CSSF considère, pour des raisons prudentielles que l'application des articles 86 à 97 de la loi du 10 août 1915 ne devrait en principe être exclue que si un autre mécanisme de représentation/de décision des obligataires est mis en place.

En tout état de cause, le mécanisme choisi de décision, respectivement de représentation des obligataires, quelqu'il soit, doit être décrit de manière explicite dans les documents d'émission.

### **16. Quelles sont les règles applicables en matière de dissolution et de liquidation volontaire d'un organisme de titrisation ?**

Les organismes de titrisation sont présumés continuer à exister pour les besoins de leur liquidation. La liquidation d'un compartiment d'un organisme de titrisation n'entraîne pas de conséquences à l'égard des autres compartiments et un compartiment peut donc être liquidé séparément. Dans le cas d'une société de titrisation, la liquidation du dernier compartiment n'emporte pas celle de la société elle-même. En revanche, la liquidation du dernier compartiment d'un fonds de titrisation entraîne la disparition du fonds lui-même car un fonds de titrisation dépourvu de personnalité juridique ne comporte pas de patrimoine en dehors de celui formé par les compartiments. Dans le cas des organismes de titrisation agréés, les liquidateurs doivent être approuvés par la CSSF et doivent présenter toutes les garanties

d'honorabilité et de compétence professionnelle. La liquidation devra se dérouler sous la surveillance de la CSSF.

### **17. Quelles informations doivent être communiquées à la CSSF sur une base régulière, respectivement de manière spontanée ?**

La surveillance prudentielle exercée par la CSSF vise à assurer le respect par les organismes de titrisation agréés de leurs obligations légales au titre de la Loi 2004 ainsi que de leurs obligations contractuelles. Toute modification au niveau des documents constitutifs de l'organisme de titrisation, de ses dirigeants ainsi que du réviseur d'entreprises doit être notifiée immédiatement à la CSSF et est soumise à son accord préalable. Toute modification du contrôle de la société de titrisation ou de la société de gestion est soumise à l'approbation préalable de la CSSF.

Les organismes de titrisation doivent fournir à la CSSF dès *leur finalisation* :

- une copie des documents d'émission définitifs relatifs à toute émission de titres, indépendamment d'une éventuelle communication antérieure de ces documents à la CSSF, en tant qu'autorité compétente de la supervision des marchés financiers en vue d'une approbation du prospectus dans le cadre d'une offre publique ou d'une admission à la cotation ;
- 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 indépendamment d'une éventuelle communication de ces documents à la CSSF en sa qualité d'autorité compétente en matière d'obligations de transparence. La CSSF demande que lui soit transmise la lettre de recommandation émise par le réviseur d'entreprises dans le cadre de son contrôle ou, à défaut, une déclaration écrite du réviseur d'entreprises de laquelle il ressort qu'une lettre de recommandation n'a pas été émise ;
- une information sur tout changement de prestataire de service et de dispositions substantielles d'un contrat, y inclus les conditions applicables aux valeurs mobilières émises ; et
- une information sur tout changement ayant trait aux frais et commissions.

Les organismes de titrisation agréés doivent également fournir sur une base semestrielle à la CSSF dans un délai de 30 jours :

- 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. Ce relevé doit préciser par émission le montant nominal émis et la nature de l'opération de titrisation, le type d'investisseurs visés et, le cas échéant, le compartiment concerné. Pour chaque émission, il convient d'ajouter une information sur le prix d'émission initial et sur le prix de marché à la date de référence (si disponible) dans le cas des émissions en cours, ou sur la valeur de remboursement dans le cas des émissions venues à échéance, ainsi qu'une information sur d'éventuelles émissions (ou sur certaines tranches d'une émission) ayant fait l'objet d'une restructuration ou pour lesquelles l'organisme de titrisation ne serait pas parvenu à réaliser le taux de rendement ou assurer le remboursement final initialement prévu. Il convient dans de tels cas de fournir des précisions sur le rendement ou la valeur de remboursement réels ; et
- un état succinct du patrimoine de l'organisme de titrisation comprenant notamment une ventilation de ses actifs et engagements ainsi que les comptes de profits et pertes, le cas échéant par compartiment.

A la date de clôture de l'exercice social, un projet de bilan et de compte de profits et pertes de l'organisme de titrisation, le cas échéant, par compartiment est à fournir dans un délai de 30 jours.

La CSSF a également le droit de se faire communiquer toute autre information ou de procéder à des contrôles sur place, ainsi que de prendre connaissance de tous les documents d'une société de

titrisation, d'une société de gestion ou d'un établissement de crédit chargé de conserver les avoirs liquides et les valeurs mobilières de l'organisme de titrisation agréé en vue de vérifier le respect des dispositions de la Loi 2004 et des règles fixées par les statuts ou le règlement de gestion et les contrats d'émission de valeurs mobilières ainsi que l'exactitude des informations qui lui sont communiquées.

Les dispositions légales qui sont contrôlées par la CSSF lors de l'instruction de la demande d'agrément de l'organisme de titrisation doivent impérativement être respectées tout au long de l'exercice des activités de l'organisme de titrisation agréé.

### **18. Quelles sont les règles comptables qui s'appliquent aux sociétés de titrisation à compartiments multiples ?**

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.

En vue d'une information adéquate des investisseurs, la CSSF recommande une évaluation des actifs sous-jacents à leur *fair value*, notamment pour les organismes de titrisation agréés s'adressant au public et qui ont pour objet la titrisation, classique ou synthétique, d'un ou de plusieurs actifs financiers; l'évaluation à la *fair value* semble indiquée plus particulièrement au cas où les investisseurs disposent d'options de rachats.

### **19. Quel est l'impact de la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (« Loi GFIA ») sur les organismes de titrisation au sens de la Loi 2004?**

Les positions adoptées ci-après par la CSSF sont sous réserve de toute évolution ou clarification future au niveau européen.

- Un organisme de titrisation, qui répond à la définition de « structure de titrisation ad hoc » sous la Loi GFIA, ne peut pas se qualifier de fonds d'investissement alternatif au sens de la Loi GFIA (« FIA »), alors que la loi GFIA prévoit en son article 2(2)(g) que les « structures de titrisation ad hoc » sont exclues du champ d'application de la Loi GFIA.

Les « structures de titrisation *ad hoc* » sont définies comme des entités dont le seul objet est de réaliser une ou plusieurs opérations de titrisation au sens de l'article 1er, point 2) du règlement (CE) no 24/2009 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des sociétés-écrans effectuant des opérations de titrisation (BCE/2008/30) et d'autres activités appropriées à cette fin (le « Règlement BCE »).

Suivant le Règlement BCE, la « titrisation » est « *une opération par laquelle, ou un montage par lequel, un actif ou un panier d'actifs est cédé à une entité distincte de l'initiateur qui a été créée en vue de la titrisation ou est utilisée aux fins de celle-ci, et/ou le risque de crédit lié à un actif ou à un panier d'actifs, ou une partie de celui-ci, est transféré aux investisseurs qui acquièrent les titres, les parts de fonds de titrisation, les autres titres de créance et/ou les produits financiers dérivés émis par une entité distincte de l'initiateur qui a été créée en vue de la titrisation ou est utilisée aux fins de celle-ci; et dans le cadre de laquelle :*

- a) *en cas de transfert du risque de crédit, celui-ci est réalisé par :*

- le transfert économique des actifs titrisés à une entité distincte de l'initiateur qui a été créée en vue de la titrisation ou est utilisée aux fins de celle-ci. Cela suppose le transfert par l'initiateur de la propriété des actifs titrisés ou une sous-participation, ou
  - le recours à des dérivés de crédit, à des garanties ou à tout mécanisme similaire ;
- et
- b) en cas d'émission de tels titres, parts de fonds de titrisation, titres de créance et/ou produits financiers dérivés, ceux-ci ne représentent pas les obligations de paiement de l'initiateur ; »

Suivant les précisions apportées par la Banque centrale européenne dans sa *Guidance note on the definitions of financial vehicle corporation and securitisation under regulation ECB/2008/30*, point 4.1 à la page 3, un véhicule de titrisation émettant des « *collateralised loan obligations* » tomberait bien dans la définition du Règlement BCE, de sorte que ces véhicules ne constituent pas des FIAs.

Par contre, suivant cette même *Guidance note* (points 4.1 et 4.3 aux pages 3 et 4), ne tombent pas dans la définition du Règlement BCE et ne peuvent donc pas bénéficier de l'exclusion, les organismes de titrisation dont l'activité principale est la titrisation de crédits qu'ils octroient eux-mêmes (organismes de titrisation agissant en tant que « *first lender* »)<sup>6</sup>. Il en va de même des organismes de titrisation qui émettent des produits structurés ayant pour objet principal d'offrir une exposition synthétique à des actifs autres que des crédits (« *non credit related assets* ») et où le transfert de risque de crédit n'est qu'accessoire.

- Indépendamment du fait qu'ils répondent ou non à la définition de « structure de titrisation *ad hoc* » sous la Loi GFIA, les organismes de titrisation qui n'émettent que des instruments de dette, ne constituent pas des FIAs, alors qu'il semble qu'il n'ait pas été dans les intentions du législateur européen de vouloir qualifier de FIA les organismes émettant de tels instruments. Il est renvoyé à cet égard au document Questions/Réponses de la Commission Européenne du 25 mars 2013 (Questions on Single Market Legislation / Internal Market ; General question on Directive 2011/61/EU ; ID 1169, Scope and exemptions), dans lequel la Commission Européenne considère que tout type d'instrument ne représentant pas un droit de propriété dans l'organisme de titrisation devrait être exclu du champ d'application de la Directive 2011/61/UE.

---

<sup>6</sup> Sur ce point la CSSF renvoie à la question 7 des présentes Questions / Réponses et attire notamment l'attention sur les discussions en cours au niveau international sur le « *shadow banking* »

- Indépendamment du fait qu'ils répondent ou non à la définition de « structure de titrisation *ad hoc* » sous la Loi GFIA, des organismes de titrisation qui ne sont pas gérés suivant une « politique d'investissement » au sens de l'article 4 paragraphe 1. point a) de la loi GFIA ne constituent pas des FIAs. Pour déterminer s'ils sont gérés selon une « politique d'investissement » au sens de la Loi GFIA, il y a lieu de se référer aux « Orientations relatives aux notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatif » publiées par ESMA en date du 13 août 2013<sup>7</sup>.

Sous réserve des critères arrêtés dans les orientations de ESMA, des organismes de titrisation émettant des produits structurés offrant une exposition synthétique à des actifs (p.ex. des actions, des indices, des matières premières), basée sur une formule préétablie, et qui acquièrent des actifs sous-jacents et/ou entrent dans des contrats d'échange (swap) aux seules fins de couvrir leurs obligations de paiement sous les produits structurés émis (hedging), peuvent être considérés comme n'étant pas gérés suivant une « politique d'investissement ».

- Il est rappelé que chaque organisme de titrisation doit faire une autoévaluation pour savoir s'il se qualifie de FIA. Sur ce point la CSSF renvoie notamment aux *Frequently Asked Questions* publiées sur le site de la CSSF<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Cf. ESMA, «Orientations relatives aux notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs», ESMA/2013/611, du 13 août 2013, page 7:

### IX. Orientations relatives à une «politique d'investissement définie»

20. Une entité disposant d'une politique relative aux modalités de gestion des capitaux regroupés en son sein en vue de générer un *rendement collectif* pour les investisseurs auprès desquels les capitaux ont été levés doit être assimilée à une entité disposant d'une politique d'investissement définie au sens de l'article 4, paragraphe 1, point a), de la directive GFIA. Les facteurs qui, isolément ou de manière conjointe, suggèrent l'existence d'une telle politique sont les suivants :
  - (a) la politique d'investissement est déterminée et fixée, au plus tard au moment où les engagements des investisseurs envers l'entité deviennent contraignants à leur égard ;
  - (b) la politique d'investissement est définie dans un document intégré ou mentionné dans le règlement ou les documents constitutifs de l'entité ;
  - (c) l'entité ou la personne morale responsable de sa gestion a l'obligation envers les investisseurs (quelles que soient les dispositions dont cette obligation découle) de se conformer à la politique d'investissement et à l'ensemble des changements qui y sont apportés et les investisseurs peuvent faire valoir le caractère contraignant de l'obligation en justice ;
  - (d) la politique d'investissement fait référence à des orientations en matière d'investissement incluant tout ou partie des critères suivants :
    - (i) investir dans certaines classes d'actifs ou se conformer à certaines restrictions en matière d'allocation des actifs ;
    - (ii) poursuivre certaines stratégies ;
    - (iii) investir dans certaines zones géographiques spécifiques ;
    - (iv) se conformer à certaines restrictions en matière d'effet de levier ;
    - (v) respecter certaines périodes minimales de détention ; ou
    - (vi) se conformer à d'autres restrictions visant à diversifier les risques.
21. Aux fins du paragraphe 20, point (d), toute orientation relative à la gestion d'une entité et définissant des critères d'investissement autres que ceux établis dans la stratégie d'entreprise suivie par une entité dotée d'un *objet commercial ou industriel général* doit être assimilée à une « orientation en matière d'investissement ».
22. Le fait de laisser les décisions d'investissement à l'entière discrétion de la personne morale responsable de la gestion d'une entité ne doit pas servir à contourner les dispositions de la directive GFIA.

<sup>8</sup> *Frequently Asked Questions* publiées sur le site de la CSSF sous la rubrique Véhicules et gestionnaires d'investissement, sous-rubrique GFIA (AIFM), Questions/Réponses, FAQ Gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs, Question 1.



### **20. Qui contacter en cas de questions supplémentaires ?**

En cas de questions générales supplémentaires, vous pouvez nous contacter à l'adresse électronique suivante :

[opc@cssf.lu](mailto:opc@cssf.lu)

Luxembourg, le 23 octobre 2013



### ANNEXE : DEMANDE AGREMENT ORGANISME DE TITRISATION

#### Liste des renseignements à fournir à la CSSF pour un agrément en tant qu'organisme de titrisation

##### A. Entité visée

1. Une description générale de l'identité de la personne à l'origine du projet de titrisation, y compris ses statuts et les derniers états financiers audités.
2. Les statuts et/ou le règlement de gestion de l'organisme de titrisation ou le projet de ces documents (y compris des informations sur la structure de l'actionariat de l'organisme de titrisation ou de sa société de gestion pour les fonds de titrisation). En cas notamment de structure orpheline, les statuts et/ou documents constitutifs des actionnaires et l'identité de leurs bénéficiaires effectifs sont à communiquer.
3. Une description de l'origine et de la nature des risques à titriser ainsi que les règles d'évaluation des actifs que l'organisme de titrisation se propose d'appliquer. Indication si l'évaluation des actifs se fait à la fair value.
4. Les types de valeurs mobilières à émettre par l'organisme de titrisation.
5. Le prospectus de base ainsi que les projets des documents relatifs à la première émission des valeurs mobilières ou, pour les organismes de titrisation en activité, les contrats d'émissions et autres documents relatifs aux valeurs mobilières déjà émises.
6. Une description du degré de synchronisation entre les flux financiers relatifs aux risques titrisés et les flux financiers relatifs aux valeurs mobilières émises par l'organisme de titrisation.
7. Les informations relatives à l'établissement de crédit en charge de la garde des actifs et à la nature des actifs qui seront déposés (avoirs liquides et/ou valeurs mobilières).
8. Informations relatives à l'organisation administrative et comptable de l'organisme de titrisation.
9. Les conventions ou les projets des conventions avec tous les prestataires de services (y inclus un organigramme reprenant les différentes fonctions).
10. Une indication si l'organisme de titrisation exerce des activités accessoires.
11. Une description du mécanisme de représentation des obligataires et avec, le cas échéant, le contrat (ou le projet de contrat) avec un représentant-fiduciaire ou un autre représentant des obligataires.

##### B. Conseil d'administration et moyens humains

12. La composition du conseil d'administration, des organes de gestion ou de surveillance de l'organisme de titrisation ou, le cas échéant, de sa société de gestion ainsi que l'identité des autres dirigeants de l'organisme de titrisation ou, le cas échéant, de sa société de gestion et le curriculum vitae de ces personnes daté et signé (démontrant leur expérience en matière de titrisation), les extraits de leurs casiers judiciaires récents, une copie de leur carte d'identité, ainsi que leur déclaration sur l'honneur (cf. [www.cssf.lu/surveillance/vqi/ot/formulaires/](http://www.cssf.lu/surveillance/vqi/ot/formulaires/)).
13. Si applicable, l'identité et une description des personnes/entités responsables pour la représentation des investisseurs (trustee etc.).
14. Si applicable une indication des personnes susceptibles d'être affectées à des tâches d'administration.

##### C. Financement

15. Un plan de financement sur 3 ans y inclus une liste exhaustive des commissions, charges et revenus.

16. Une indication de l'identité des actionnaires en mesure d'exercer une influence significative sur la conduite des affaires de l'organisme de titrisation ou de sa société de gestion et leurs statuts.
17. Une description des investisseurs ciblés par les valeurs mobilières émises et, le cas échéant, les mécanismes de distribution.
18. Une indication si des contrats de prêt ont été ou vont être signés par l'organisme de titrisation et du type de prêts dont il s'agit et de leurs objets? Si applicable, une indication de la nature du financement (bancaire ou autre) et du pourcentage des montants vis-à-vis des valeurs mobilières émises.

### **D. Réviseur d'entreprises**

19. Une indication de l'identité du réviseur d'entreprises agréé et une copie de la lettre d'engagement signée avec le réviseur d'entreprises agréé.

### **E. Prévention du blanchiment**

20. Pour les organismes de titrisation exerçant des activités de prestation de services aux sociétés et aux fiducies, une indication des procédures LBC/FT appliquées (lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme).

