

Les financements de projet survivront-ils à Bâle II ?

Malgré la difficulté apparente à mesurer la qualité de l'analyse du risque des financements de projet, il s'agit, pour les banques, d'un métier complexe mais attractif. Aujourd'hui, le conservatisme du Comité de Bâle dans le traitement des financements de projet, place les établissements bancaires face à des choix de méthode prudentielle qui impliquent des conséquences profondes sur l'organisation et le fonctionnement de ce marché.

■ Le marché des financements de projet offre des perspectives favorables en raison d'une forte demande, de faibles taux de perte et du niveau des marges qui reste supérieur à celui des crédits classiques.

La croissance de ce marché, très forte au milieu des années quatre-vingt-dix, a souffert depuis 1997 de l'augmentation du risque pays (principalement crise asiatique) et du retournement des marchés liés aux nouvelles technologies. Entre 1994 et 1997, le marché a progressé de moins de 50 milliards de dollars à environ 200 milliards de dollars. Entre 1997 et aujourd'hui, il est resté à peu près stable. Cependant, pour les années à venir, les perspectives sont très favorables. D'après Oliver, Wyman & Company, un cabinet de conseil en stratégie spécialisé dans les services financiers, la demande estimée sur les cinq prochaines années sera de 400 à 600 milliards de dollars en moyenne.

Il existe en effet une forte demande, tant sur le marché des financements d'infrastructures dans les pays émergents (voies ferrées, routes, activité pétrolière et minière, hôpitaux...), que sur le marché des financements d'infrastructures sur fonds privés dans les pays développés (financements d'autoroutes à péage, marché des télécoms, traitement de l'eau...).

En matière de risque, les différentes banques spécialisées enregistrent des taux de défaut raisonnables et surtout de très

forts taux de récupération. Ces bons résultats sont obtenus grâce à la structuration des opérations qui permet aux banques de s'assurer de la transparence des montages, de contrôler les *cash flows* et les actifs, de reprendre le contrôle effectif du projet, très tôt, en cas de dégradation des risques grâce à un mécanisme de covenants et de demandes de *waivers* (ce facteur joue à la hausse sur les taux de défaut apparents et sur les taux de récupération observés).

Durant la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, les banques françaises ont enregistré un taux de défaut annuel moyen légèrement supérieur à 1 %, soit le niveau d'un rating BB. Mais les pertes n'ont été que de 0.2 % des encours, grâce à une récupération très forte de l'ordre de 80 %. Un niveau de risque qui se compare avantageusement avec celui de l'activité *corporate* tel que calibré par le Comité de Bâle: (taux de défaut moyen de 1 %, taux de récupération de 50 %, soit un taux de perte de 0.5 % des encours).

Récemment, un certain nombre de banques parmi les plus importantes du monde en financement de projet, ont mandaté Standard & Poor's Risk Solution pour effectuer une analyse détaillée du comportement historique de leur portefeuille de transactions sur les dix dernières années. Les résultats préliminaires de cette étude confirment que les risques de crédit sur financements de projet sont

sensiblement de meilleure qualité que les financements classiques (la probabilité de défaut moyenne des financements de projet a été estimée à 1.5 % et le taux de récupération à 75 %¹⁾).

Sur ce marché demandeur, les marges sont supérieures à celles des crédits classiques; elles évoluent entre une limite basse de 1 % pour les projets d'infrastructure avec implication des gouvernements (PFI, PPP), et plus de 2 % voire 3 % pour des projets sur des pays à risque, ou des projets telecom et sont suffisamment

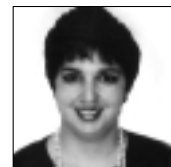
« En matière de risque, les différentes banques spécialisées enregistrent des taux de défaut raisonnables et surtout de très forts taux de récupération. »

larges pour couvrir le taux de perte moyen. Cette rentabilité est encore plus élevée lorsque les banques agissent en tant que *mandated lead arranger* ou *underwriter* en raison des commissions supplémentaires perçues pour la structuration et la syndication des opérations. Cette situation a conduit ces dernières années un nombre croissant de banques à essayer de se positionner comme arrangeur, plutôt que

Alain Charmant
Responsable
des normes et
méthodologies de
risque de crédit



Michel Anastassiades
Responsable des
financements de projet



Crédit Lyonnais

Maria Fadul
Responsable de
la gestion des
risques de crédit
du groupe

comme simple participants. On constate que les leaders du marché obtiennent des RAROC (rendement, ajusté du coût du risque, sur capital économique) compris entre 10 et 30 %, alors que les RAROC sur les financements corporate classiques sont souvent inférieurs à 10 %.

Un métier d'expert, souvent mal compris

L'approche analytique traditionnelle du risque de crédit, qui décompose solidité de la contrepartie, nature des engagements et niveau de récupération, se prête mal à l'évaluation des financements de projet. En effet, l'appréciation du risque de ce type d'opération est un métier d'expert : pour chaque dossier, il faut s'appuyer sur l'analyse fine des *cash flow* et sur les clauses contractuelles spécifiques. Cette approche sur mesure rend le contrôle de la mesure du risque complexe.

Le modèle analytique utilisé par Bâle II pour appréhender le risque des financements aux entreprises classiques isole trois éléments : la solidité de la contrepartie (au travers d'un *rating* interne ou externe), la nature des engagements (exposition en équivalent crédit) et le niveau de récupération (y compris valorisation des garanties). C'est le modèle CER.

« *L'essentiel du travail de structuration d'un financement de projet porte précisément sur l'analyse des cash flows.* »

Ce cadre se prête mal à l'analyse des financements de projet, pour au moins trois raisons. L'emprunteur est souvent une société spécialement créée pour loger le projet (qui dispose donc d'une faible surface financière), avec un recours limité ou sans recours du tout sur le sponsor de l'opération. Le remboursement des prêts est fondé sur les *cash flows* générés par le projet ou l'actif financé. Les contrats prévoient un ensemble de clauses fortement réductrices du risque encouru (garantie d'achèvement, contrats d'approvisionnement en matières premières, contrats d'enlèvement de la production, contrôle de l'utilisation des *cash flows*, covenants financiers, etc.) qui ne peuvent pas être

1. Pondérations en option fondation

Classes du Comité de Bâle	Pondération des engagements	Charge en capital sur engagements de bilan
<i>Strong</i>	75 %	6 %
<i>Good</i>	100 %	8 %
<i>Satisfactory</i>	150 %	12 %
<i>Weak</i>	350 %	28 %
<i>Default</i>	625 %	50 %

valorisées comme des garanties classiques.

L'essentiel du travail de structuration d'un financement de projet porte précisément sur la détermination prévisionnelle des *cash flows* et sur la manière de canaliser au maximum et en priorité les flux vers le remboursement de la dette. Il s'agit de projeter les *cash flow* opérationnels et de déterminer les incertitudes associées à leur réalisation (en particulier celles liées à l'environnement de marché). On en déduit le rythme de service de la dette et la palette des éléments (structure financière, assurances, garanties, covenants...) à mettre en place pour réduire chacun des risques et permettre un suivi et un contrôle du déroulement du financement de projet.

C'est avant tout un travail d'expert dont le contrôle est difficile pour trois principales raisons. Les financements de projet sont hétérogènes et chaque type d'opération, voire chaque opération, suppose un cadre d'analyse adapté. De plus, les éléments à prendre en compte combinent des données de marché, des jugements d'experts indépendants, et des cadres réglementaires et juridiques différents suivant le secteur économique et le pays concerné.

Les structures sont complexes, et la documentation juridique et technique est particulièrement volumineuse.

L'unité commerciale qui structure l'opération est, en général, l'unité qui possède tous les éléments d'évaluation des risques réels d'une transaction ; elle peut être amenée à les minorer volontairement pour obtenir plus facilement des accords de crédit. La mieux placée pour analyser le risque, c'est également elle qui bénéficie de sa sous-estimation. Il y a donc conflit d'intérêt,

Le nombre limité d'opérations (les historiques des banques comptent quelques centaines de dossiers) complique la réalisation de *back-testing* statistique (pour le portefeuille *corporate*, les historiques des banques comptent

quelques milliers voire dizaines de milliers de clients).

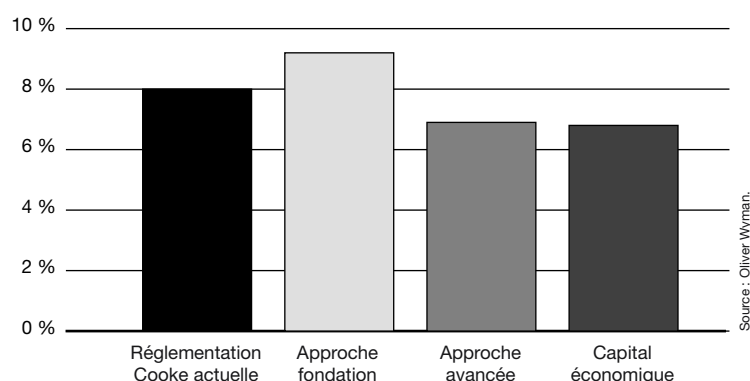
Le décalage entre le cadre d'analyse du risque *corporate* (fondé sur le modèle CER) et l'approche d'expert des financements de projet (fondé sur l'analyse des *cash flows*), est source d'incompréhension. Il conduit souvent les départements de crédit et le senior management des banques à adopter un principe de précaution : une grande complexité peut être synonyme d'un grand risque, sauf lorsque l'institution concernée s'est familiarisée de longue date avec ce type de financement et a développé une véritable culture de financement de projets, ce qui est d'ailleurs le cas de bon nombre des banques françaises.

La proposition actuelle de Bâle II

Le Comité de Bâle a pris comme hypothèse de départ que les financements de projets sont plus risqués que l'activité de financement *corporate*. Du coup, l'approche fondation est prohibitive. Les banques n'ont donc pas d'autre choix que de se tourner vers la mise en œuvre de l'approche avancée, qui sera difficile et coûteuse.

Le Comité de Bâle, dans sa proposition la plus récente sur le sujet (document de travail d'octobre 2001, amendé par les orientations techniques fournies en octobre 2002 pour QIS³), reconnaît qu'un certain nombre de financements à haute valeur ajoutée présentent des spécificités et parmi lesquels les financements de projet, mais aussi les financements d'actifs, les financements immobiliers et les financements du négoce international. Dans cette optique, les régulateurs ont admis que ces financements devaient faire l'objet d'un traitement différencié du cadre général, en proposant une grille d'évaluation spécifique, notamment pour les financements de projet. Cependant, bien que cette avancée soit perçue de manière positive par les banques, l'hypothèse

2. Besoin en fonds propres (Tier 1 + Tier 2)



de départ reste fautive car le Comité suppose que les financements de projet sont plus risqués que l'activité de financement *corporate*.

L'objectif de la réforme est de progressivement fonder les calculs réglementaires sur les outils de contrôle et de suivi interne des banques. Le cadre d'analyse unique qui a été retenu pour l'appréciation du risque de crédit est le modèle CER, qui comme signalé plus haut est réducteur et non adapté aux financements structurés.

La principale nouveauté introduite par le Comité de Bâle est d'autoriser la modulation de la pondération sur la contrepartie en fonction du *rating* interne des banques. Deux options sont proposées dans l'approche IRB (Internal Rating Basis, c'est-à-dire fondée sur les *ratings* internes) :

Selon l'option fondation, le Comité de Bâle propose, sur la base de grilles d'analyse des opérations, après consultation avec les banques, de classer les financements de projet en cinq niveaux : *strong*, *good*, *satisfactory*, *weak* et *default*. À chaque niveau est associée une pondération des engagements, qui reflète l'estimation par le Comité de Bâle du risque sur la contrepartie et du niveau de récupération. Par exemple, un engagement de bilan sur une opération classée en *strong*, sera pondéré à 75 %. La charge en capital sera égale à 8 %, soit l'équivalent en fonds propre de la charge « Cooke », de cet engagement pondéré, c'est-à-dire 6 % sur l'engagement de bilan.

Si la proposition du régulateur va dans le bon sens, les pondérations ci-dessus restent prohibitives et de nature, soit à « tuer » le métier, soit à renchérir les conditions des financements de projets à des niveaux non financièrement suppor-

tables par les projets eux-mêmes. D'après les banques françaises, le niveau des fonds propres forfaitaires de l'IRB est de très loin surdimensionné par rapport au besoin en capital économique², notamment pour les catégories *strong*, *good* et *satisfactory*. Par exemple, pour la catégorie *satisfactory*, les banques estiment qu'une approche économique correspondrait à une pondération de 100 % au lieu de 150 %, c'est-à-dire 8 % en fonds propres au lieu de 12 % sur engagement de bilan.

Dans le cadre de l'option avancée, le cadre d'analyse du risque de crédit est toujours le modèle CER, mais tous les paramètres de risque (pondération du risque sur la contrepartie, poids en fonction de la nature de l'engagement, abattement avec le niveau de récupération) sont déterminés par les banques sur la base des résultats historiques de cette activité et du portefeuille de crédit associés au sein de leur propre établissement.

« Le Comité de Bâle a pris comme hypothèse de départ que les financements de projet sont plus risqués que l'activité de financement corporate. »

La mise en œuvre de l'approche avancée est soumise à deux exigences :

- transparence et cohérence du système de *rating* des contreparties ;
- historique suffisant en matière de probabilité de défaut des contreparties et de suivi de la récupération par dossier.

Ces conditions, qui ont pour objectif de s'assurer d'un niveau de contrôle suffi-

sant, seront difficiles à satisfaire car :

- le modèle CER sous-jacent est et sera toujours inadapté pour l'analyse des financements de projet. Les banques vont être amenées à développer des systèmes de *rating* de contrepartie pour noter les sociétés spécialement créées pour loger les financements de projet, ce qui ne correspondra pas à la pratique de l'analyse du risque, mais uniquement à un besoin réglementaire.
- elle implique, pour chaque banque, de reconstruire, a posteriori l'historique individuel et détaillé de chaque transaction sur des durées de 10 à 15 ans. C'est un investissement lourd.

Les craintes des banques

La réforme Bâle II risque d'avoir de profondes conséquences sur le marché des financements de projet : introduction de barrière à l'entrée pour les banques, réduction du nombre d'acteurs et rétrécissement du marché secondaire.

Le choix de l'option retenue pour le futur traitement réglementaire de ces opérations (approche IRB fondation ou IRB avancée), conduit dès aujourd'hui³ les banques à s'interroger très sérieusement sur le rôle qu'elles souhaitent jouer à terme sur ce marché : adopter en cible l'approche fondation pénalise la rentabilité des financements de projet et contribue à pérenniser l'image d'une activité risquée. Elle conduira tôt ou tard les banques qui retiennent cette option à s'interroger sur le maintien de l'activité. Ce phénomène aboutirait, à terme, à un retrait des « participants simples » dans les syndicats de placements de ces crédits, d'où problèmes de liquidité, et de rémunération.

L'alternative est de s'orienter vers la méthode avancée. C'est la voie vers laquelle se tournent les banques aujourd'hui les plus actives, bien que cela représente un effort et un investissement important. Mais les banques qui souhaitent se maintenir sur le marché des financements de projets ont-elles vraiment le choix ?

Le traitement réglementaire, s'il reste en l'état, est très structurant et figera dès maintenant les positions des banques. En effet, les règles bâloises introduisent une importante barrière à l'entrée pour les établissements bancaires qui souhaiteront entrer sur le marché après la mise en place de l'accord. Les nouveaux entrants n'auront pas les historiques nécessaires

pour adopter l'approche IRB avancée et seront obligés de supporter une charge en fonds propres élevée pendant plusieurs années.

Cette radicalisation de la position des banques – être ou ne pas être sur le marché des financements de projet – conduit à une réduction du nombre d'acteurs bancaires actifs sur le marché primaire. Avec comme conséquence, l'entrée de nouveaux acteurs non-bancaires. Il pourrait s'agir des sponsors eux-mêmes qui, ironie du sort, se tourneraient vers les banques pour se refinancer. In fine, les banques financeront, mais elles auront perdu le contrôle des opérations financées. En conséquence, la rigueur des montages et la transparence financière des sponsors pourraient en être affectées. La raréfaction de l'offre conduirait à la hausse des marges. Enfin la nécessité se ferait jour de trouver des sources alternatives de financement, comme le marché des obligations structurées, qui pour l'instant est à l'état embryonnaire, par manque d'investisseurs notamment.

La grande majorité des banques réellement actives en financement de projet est composée d'institutions européennes, voire européennes continentales, et encore, dans une moindre mesure, japonaises. Les banques anglo-saxonnes qui ont été les premiers utilisateurs et promoteurs du Raroc, se sont progressivement retirées de cette activité pour se concentrer sur les aspects de conseil financier et d'émissions d'obligations. La crainte des banques, pourrait s'entendre comme la crainte des banques européennes!

Pour éviter cette évolution pénalisante et non justifiée, l'industrie, en particulier européenne, doit engager un effort concerté pour construire des historiques de données et démontrer au régulateur, mais aussi aux agences de *rating* et aux investisseurs financiers, le vrai profil de risque de cette activité pour qu'il agisse en conséquence. Et cela devient urgent. ●

1 Cf. « *Credit Attributes of Project Finance* », C. Beale, M. Chatain, N. Fox, S. Bell, J. Berner, R. Premminger et J. Prins, *The Journal of Structured and Project Finance*, automne 2002.

2 Le capital économique correspond à l'approche interne développée par les banques. Elle évalue les fonds propres nécessaires pour couvrir une opération ou un portefeuille, sur la base d'une analyse économique de l'activité d'intermédiation financière.

3 Etant donné la longueur des financements sollicités, les opérations mises en place aujourd'hui dépassent largement la date de mise en place du futur accord réglementaire.