

Tour d'horizon d'une activité

Les financements structurés sont de natures diverses mais sont des opérations à forte valeur ajoutée et donc par définition lucratives. Ils se caractérisent par des montants élevés, une grande souplesse dans leur agencement, et souvent des avantages comptables ou fiscaux.



JÉRÔME COURCIER
Financements internationaux
Crédit lyonnais

PENDANT LONGTEMPS, UNE TYPOLOGIE des banques s'adressant au marché des entreprises opposait les banques dites d'affaires aux banques dites commerciales, les premières opérant plutôt sur le haut du bilan (source de commissions) et les secondes sur le bas (générateur d'intérêts). Aujourd'hui, comme les interactions entre les divers métiers de la banque sont plus nombreuses, les regroupements de lignes produits sont plus difficiles. On distingue généralement quatre grandes familles qui peuvent être rapprochées en tout ou en partie les unes des autres en fonction des objectifs de chaque organisation :

- la banque commerciale exerce les métiers classiques de financement du cycle d'exploitation et des investissements courants, d'émission des engagements par signature, de placement des excédents de trésorerie et de gestion des flux ;
- la banque de marchés de capitaux pratique la plupart des métiers relatifs aux titres (actions, obligations et titres de créances négociables) et aux dérivés (taux, change, actions, produits, crédits) ;
- la banque d'investissement agit comme conseil en fusions et acquisitions et

organise les émissions d'actions (voire pratique le capital risque) ;

- la banque de financements structurés ou spécialisés regroupe les crédits syndiqués (notamment d'acquisition), les financements de projets, les financements export, les financements sur actifs, la titrisation, le leasing ainsi que le conseil en ingénierie juridique, financière et fiscal nécessaire au montage de ces opérations.

Le point commun entre tous ces financements est leur taille qui seule justifie les services de structuration financière qui leur sont attachés et qui permettent une parfaite adéquation du montage aux besoins du client tout en sauvegardant les intérêts de la banque.

IDENTIFIER LES POINTS MAJEURS DE NÉGOCIATION

La satisfaction des besoins du client passe généralement par d'importantes quotités de financement, des durées de crédit adaptées, un faible coût, une grande souplesse de tirage et de remboursement, un faible risque et des avantages comptables et fiscaux. Tous ces éléments sont présents peu ou prou dans chacun des métiers considérés.

- Pour faire en sorte que la quotité de financement en crédit à taux bonifié soit

importante, le montage d'un crédit export implique de moduler au mieux l'origine des équipements de façon à jouer sur les taux de couverture, les accords de réassurance, le financement des primes d'assurance et des intérêts intercalaires, l'intégration des parts locales et des parts étrangères, ainsi que sur le transfert éventuel du risque résiduel.

- Pour optimiser les durées de crédit, le montage d'un crédit syndiqué nécessite de différencier les financements mis en place en fonction des attentes des diverses catégories d'investisseurs. Le nombre de tranches dépend de la nature des lignes (crédit d'exploitation/crédit relais sur vente d'actifs ou sur obligations convertibles/crédit filet sur billets de trésorerie/crédit réserve pour de futures acquisitions...), de leur profil (amortissable ou in fine, capital et/ou intérêt, déboursement immédiat, progressif ou revolving...), de leur degré de subordination (senior, junior, mezzanine...), et de leur mode de rémunération (avec ou sans bon de souscription d'action).
- Pour obtenir des liquidités à des conditions favorables sans alourdir le passif de l'entreprise, le montage d'une titrisation implique, d'une part de céder un volume important de créances homogènes, stables et suivies de longue date par un système d'information performant, et d'autre part de rehausser la notation du véhicule utilisé pour émettre les titres.

Ce rehaussement peut se faire en externe, par le biais d'une garantie, ou en interne, soit en surdimensionnant les créances cédées par rapport aux titres émis, soit en subordonnant une catégorie de titres par rapport aux autres.

- Pour arriver à une bonne répartition des risques entre les diverses parties prenantes, le montage d'un financement de projet implique de définir précisément le cadre contractuel dudit projet. Les contrats les plus importants sont le contrat de construction, le contrat d'exploitation, le contrat de vente des produits, le contrat de fourniture des matières premières et le contrat de concession. Le partage des risques est également fonction du support explicite

ou implicite des commanditaires du projet, des pouvoirs publics locaux et des agences de crédit export ou organismes multilatéraux impliqués, ainsi que de la qualité des différents intervenants (commanditaires, banques internationales ou locales, juristes, ingénieurs indépendants, assureurs publics et privés...).

- Pour ne pas avoir à comptabiliser l'opération dans les livres de l'acheteur, le montage d'un financement d'actifs recourt fréquemment à la technique de la location opérationnelle. Cela implique que la valeur résiduelle du contrat soit significative, que la durée de location soit inférieure à la durée de vie économique du bien, que la valeur actualisée des loyers soit inférieure à la valeur de marché du bien à la date de la signature du contrat, et que le transfert de propriété ne soit pas automatique. Pour convaincre les commissaires aux comptes de la réalité de la sortie du bilan des actifs en question, il est donc préférable qu'ils soient peu spécifiques, avec une durée de vie économique importante, susceptibles de faire l'objet d'une revente sur un marché secondaire et exploitables par un tiers (siège social, avion, navire, flotte de véhicules...).

UN PÉRIMÈTRE D'INTERVENTION EXTENSIBLE

Toutes ces techniques peuvent être combinées entre elles ainsi qu'avec les produits de la banque de marchés de capitaux (obligations à haut rendement, placements privés, dérivés...) de la banque commerciale (ligne d'exploitation, cautions...) ou de la banque d'investissement (obligations convertibles...). Ainsi on peut associer crédit export et financement aéronautique, titrisation et financement d'acquisition, financement de projets et crédits syndiqués, financement d'actifs et titrisation, crédit export et financement de projet...

Dans tous les montages on retrouve néanmoins

Glossaire



- ACE : Agence de crédit export
- ALPC : Aircraft Lease Portfolio Securitization
- CLO : Collateralized Loan Obligation
- EETC : Enhanced Equipment Trust Certificated
- GOL : German Operating Lease
- IFI : International Financial Institution
- JOL : Japanese Operating Lease
- MTN : Medium Term Note
- PPA : Power Purchase Agreement

moins le souci de sauvegarder les intérêts de la banque en sélectionnant avec soin les parties prenantes en mettant en place des protections (garanties, assurances, couvertures, adossements), en exigeant des bénéficiaires un certain nombre d'engagements (covenants) et en introduisant de nombreux éléments de souplesse dans la structure (comptes de réserve, ligne de prévoyance, surdimensionnement des adossements en montant et en durée, ratios de couverture, clause d'accélération des remboursements, clause d'ajustement des conditions...).

AMPLEUR ET TENDANCES DES MARCHÉS

- Le marché des crédits syndiqués de financement d'acquisition (LBO) représente environ 310 milliards de dollars aux Etats-Unis et 20 milliards de dollars en Europe continentale. On y remarque aujourd'hui une augmentation des valeurs de transaction (l'offre de capitaux est supérieure aux opportunités d'investissement) et de la taille unitaire des opérations, des leviers d'endettement plus modérés (récession américaine oblige), une complexité accrue des montages, une généralisation des LBO de croissance et des refinancements de LBO et un moindre recours aux obligations à haut rendement du fait de leurs inconvénients (incertitudes en termes de délai, de prix et de condition de restructuration éventuelle).

- Le marché mondial du financement de projet peut être estimé à 110 milliards de dollars. Ces opérations évoluent dans trois directions. Au niveau sectoriel, elles accompagnent le vaste mouvement de privatisation de dérégulation et de développement des services publics (électricité, eau, gaz, télécom...). Au niveau technique, leur montage comprend de moins en moins de revenus contractuels et de plus en plus de revenus de marché (PPA

vs *merchant plant*) pour obtenir une plus grande transparence entre le prix du service et son coût. Au niveau financier, leur structure comprend de plus en plus des crédits relais en phase de construction destinés à être refinancés sur les marchés financiers, lorsque ces derniers sont matures.

- Les opérations de titrisation représentent globalement chaque année 500 milliards de dollars. Sur ce marché, on constate, d'une part un développement des opérations initiées par les entreprises ce qui implique un élargissement du type d'actifs titrisés (stocks, créances futures...) et l'utilisation de titres à maturité plus longue (MTN plutôt que billet de trésorerie) ; d'autre part, l'intégration plus fréquente de la titrisation dans le montage des financements de projets, des financements d'acquisition et des opérations d'ingénierie fiscale ; enfin le recours croissant de banques aux contrats de dérivés de crédit (titrisation synthétique) pour les opérations concernant leur portefeuille de crédits aux entreprises (CLO), mais aussi pour celles plus traditionnelles sur leur clientèle de particuliers (prêts hypothécaires, cartes bancaires, crédits automobile...).

- Les volumes de crédit export à moyen terme couverts par des assureurs crédit membres de l'Union de Berne s'élèvent chaque année à environ 70 milliards de dollars. Ces opérations se caractérisent de plus en plus par leur complexité (montage multi-sources, adossement à des contrats produits, partage du risque avec des IFI et des assureurs privés...), par l'acceptation plus fréquente de risques privés, par la plus grande coopération entre ACE (réassurance) ainsi qu'entre ACE et Institutions financières internationales (IFI), et par l'harmonisation constante des conditions d'intervention des ACE (consensus OCDE).

- L'évolution est assez semblable dans les financements aéronautiques, avec d'une part des opérations de titrisation de portefeuilles diversifiés en recours sur le cédant (EETC), d'autre part des

“On peut associer titrisation et financement d'actifs, financement de projets et crédits syndiqués, crédit export et financement de projets...”

opérations de titrisation multi-portefeuilles et multi-cédants sans recours (ALPS), enfin des montages de crédit-bail fiscal qui comportent un risque de valeur résiduelle (JOL/GOL).

DES ENJEUX MULTIPLES,
MAIS UNE RENTABILITÉ IMPORTANTE

L'enjeu de ces financements pour les banques est multiple. Pour les crédits syndiqués de financement d'acquisition, il s'agit de rester le banquier de la cible. Pour les financements de projet il s'agit d'accompagner le développement des clients. Pour la titrisation il s'agit d'être proactif dans le mouvement vers une plus grande désintermédiation du financement des entreprises. Pour les crédits export, il s'agit de financer les ventes. Pour les opérations de déconsolidation, il s'agit d'accompagner les entreprises qui se recentrent sur leurs activités de base et donc sortent de leur bilan les activités annexes. Dans tous les cas de figure, il s'agit d'opérations à haute valeur ajoutée et donc par définition lucratives. ■

Les financements structurés en l'an 2000

- 310 milliards de USD pour les crédits syndiqués de financement d'acquisition aux Etats-Unis ; 20 milliards de USD en Europe.
- 110 milliards de USD pour les financements de projets.
- 500 milliards de USD pour la titrisation.
- 70 milliards de USD de volumes de crédit export moyen terme (couverts par les assureurs crédit membres de l'Union de Berne).