

La titrisation au secours des financements de projet

Un montage de Project CLO consiste pour une banque à titriser des créances issues de financements de projet. Il peut être une solution pour améliorer la liquidité du marché des financements de projet.

UNE VÉRITABLE PÉRIODE DE disette sévit actuellement sur les marchés de capitaux. D'une part les émissions continuent de croître,

prouvant ainsi le besoin croissant en financement des entreprises, d'autre part les investisseurs se font de plus en plus sélectifs. La crise de liquidité (crédit crunch) semble se faire surtout sentir dans la syndication des nouveaux emprunts obligataires, notamment dans le secteur des financements de projet.

le nom de Project CLO (*collateralized loan obligation*) (encadré 1) consiste à titriser un portefeuille de crédits choisis et à placer ensuite les titres issus de la titrisation. Il a l'avantage de pouvoir «marketer» de manière plus fine les emprunts afin de les rendre plus attractifs et de leur garantir un placement plus efficace.

cueillie par les analystes – et critiquée par ses concurrents –, aucun deal de type Project CLO (à part un second fonds lancé par le CSFB en 1999) ne fut originé. La crise de liquidité pourrait remettre cette technique au goût du jour. D'autant qu'elle apporte de véritables réponses aux problèmes que se posent investisseurs, emprunteurs et banques arrangeuses.

UNE PREMIÈRE TENTATIVE ISOLÉE

Le premier CLO est apparu en 1996 (et conclu en 1997) originé par NatWest avec son fond ROSE de 5 millions de dollars. Ce montage fut adapté aux Project finances par le CSFB qui en 1998 lança son premier fonds titrisé de pool de créances issues de financement de projet (*Project Funding Corporation I*) pour un montant de 623 millions de dollars. Bien que cette technique fut favorablement ac-

TRANSPARENCE, DIVERSIFICATION ET SÉCURITÉ POUR SÉDUIRE LES INVESTISSEURS

Pour les investisseurs, les Project CLO ont trois principaux avantages :

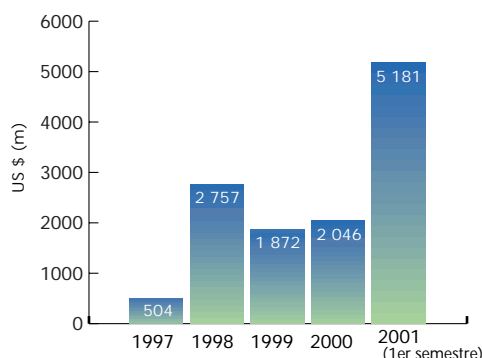
- La transparence. Chaque titre est à la base d'un conglomérat de 35 à 40 créances issues de projets divers. La nature même du financement d'un projet conduit à isoler, donc à identifier et à suivre les risques qui lui sont liés. On obtient

Traditionnellement, les *project loans* sont moins bien notés qu'un emprunt *corporate* équivalent¹. De là peut provenir la méfiance actuelle des investisseurs. Cependant, il semble qu'il existe une solution alternative à la syndication classique de premier ou second degré. Ce montage apparut il y a deux ans sous



ERWAN KERAUDY
Manchester University
Avec la collaboration
de Thomson Financial -
Project Finance
International

Explosion du marché des CLO en 2001

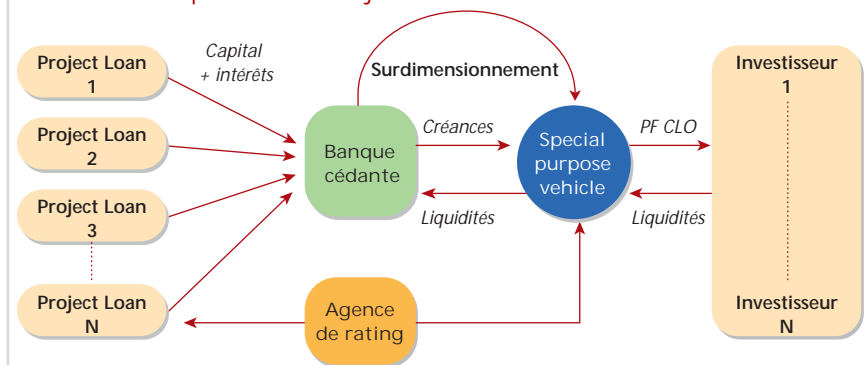


Le CSFB double à lui seul le montant des CLO originés en 2001 avec un total de 2 650 millions de dollars et donne le coup d'envoi des hostilités en ouvrant la voie pour la généralisation de la pratique des CLO. Le montant global pour les six premiers mois de 2001 représente déjà le double de ce qui a été fait en 2000. Il faut cependant nuancer ces chiffres par le faible montant en jeu pour l'instant, d'autant plus que les Project CLO ne sont qu'une sous-catégorie de CLO. En revanche le montant moyen des deals reste à peu près constant, entre 500 et 600 millions de dollars.

Principe et évaluation du Project CLO

Le Project CLO se caractérise par la cession par une banque d'un pool de créances issu de financements de projet (35 à 40 en général) à un fond ad-hoc (SPV ou *special purpose vehicle*) qui se refinance par la création de titres qu'il revend aux investisseurs après avoir rehaussé le niveau global des crédits cédés par diverses techniques (*over-collateralization*, subordination de tranches, fonds de réserve, lettre de crédit, marge d'intérêt excédentaire, police d'assurance, *credit default swap*).

1. Schéma simplifié d'un Project Finance CLO



Standard and Poor's a développé une méthodologie précise sur la méthode de due diligence de ces fonds. Premièrement, tous les actifs sous-jacents du fond sont répertoriés. Dans un deuxième temps, les risques de défauts et de retards sont analysés. Ensuite, les prévisions de cash-flows sont revues projet par projet. Enfin, la structure et le montage de chaque transaction sont pris en compte. Il va sans dire que tous les covenants qui rendent le projet attractif sont analysés afin de pouvoir améliorer la notation. A cela il faut ajouter l'analyse du risque pays et de la

nature du projet. Par exemple, un projet Telecom en Colombie ne bénéficiera pas de la même analyse qu'un projet d'infrastructure aux Etats-Unis. Il faut également prendre en compte les assurances contre les risques politiques, d'inconvertibilité ou d'intransferabilité souscrites dans le cadre de chaque projet, mais également, la présence ou non d'une banque du type Banque mondiale dans le syndicat, ainsi que les différents types de couvertures contre les risques de fluctuations des taux et des devises (notamment si la production est en devise locale).

ainsi une lisibilité fine du risque global du titre, à la différence d'une titrisation classique (de carte de crédit ou de prêt à la consommation) dont le risque s'analyse par des méthodes probabilistes et non ligne par ligne.

■ La diversification. Le Project CLO reflète un pool de créances diversifiées et donc il diminue de ce fait le risque du titre tout en conservant le même niveau de rentabilité comparé à un investissement unique du même montant dans un seul projet.

■ La sécurité. Le pool de créances, avant d'être placé aux investisseurs, bénéficie d'un rehaussement de crédit. Cette technique permet de diminuer le niveau de risque qu'en court l'investisseur par diverses

techniques (surdimensionnement en créances ou en cash, subordination, *first loss*, *credit default swap*...) afin d'obtenir une note finale comprise entre A- et AAA.

DES SPREADS INFÉRIEURS POUR LES EMPRUNTEURS

Pour l'emprunteur, cela lui permet d'accéder aux marchés de capitaux plus efficacement comparé à ce qu'il aurait pu prétendre s'il n'avait pas été inclus dans un pool. Il va sans dire que les caractéristiques de son prêt en seront d'autant plus avantageuses avec des *spreads* inférieurs à ce qu'il aurait pu escompter avec son seul projet.

La banque cédante quant à elle, peut, en cédant ses créances, délocaliser le risque attendant à ses crédits (même si

la délocalisation est partielle à cause des dérivés de crédits qui font encore reposer une partie du risque de défaut sur la banque). Ensuite, les Project CLO lui permettent une gestion fine de son bilan en rendant liquide un investissement qui ne l'était pas. Enfin, la banque bénéficiera d'une économie de fonds propres substantielle grâce à la réforme du ratio Cooke². Ainsi elle pourra diminuer sa part de fonds propres pruden-tiels alloués au pro-

“ Les Project CLO permettent à la banque une gestion fine de son bilan en rendant liquide un investissement qui ne l'était pas. ”

Banque d'entreprise

Classement des bookrunners CLO

1^{er} semestre 2001

Rang bookrunner		Adj.en millions de US\$	Contribution en %
1	CSFB	2 650	51,1
2	Merrill Lynch	557	10,8
3	Deutsche Bank	480	9,3
4	BNP Paribas	440	8,5
5	Goldman Sachs	269	5,2
6	J.P. Morgan Chase	168	3,2
7	Lehman Brothers	132	2,5
8	ABN-Amro Rothschild	97	1,9
9	Europartners	80	1,5
10	Crédit Agricole Indosuez	80	1,5
11	DG Bank	80	1,5
12	IntesaBci SpA	78	1,5
13	Caixa d'Estalvis de Catalunya	71	1,4
	Total	5 181	100

Source : Thomson Financial.

jet (en bénéficiant d'une pondération de 20 % pour un CLO noté AAA/AA-, à 50 % pour une notation A+/A-). Il va sans dire que l'économie en fonds propre réalisée par la banque lui permettra de réinvestir ce montant dans d'autres financements pondérés à 100 % et donc de faciliter le refinancement.

DÉVELOPPEMENTS FUTURS DE CETTE TECHNIQUE

Lors du lancement du Project CLO, les analystes accueillirent ce montage avec beaucoup d'enthousiasme. CSFB a lancé une seconde opération nommée *Project Funding Corporation II*. Ce dernier a la particularité d'avoir été créé en collaboration avec BHF (76 % pour CSFB et 24 % pour BHF). Ceci semblerait être une voie de développe-

“ Avec la réforme annoncée du ratio Cooke, l'environnement légal se prête bien à l'utilisation courante du Projet CLO. ”

ment intéressante pour les Project CLO en permettant une mutualisation des créances – et donc des risques – issus des financements de projets afin de créer des fonds de tailles significatives.

Une autre voie de développement pourrait être la création de fonds ouverts (*open-ended CLO*), c'est-à-dire de fonds qui accueillent un certain nombre de créances mais qui restent ouverts

à l'arrivée d'autres créances qui viennent se rajouter au fur et à mesure de l'évolution des besoins de la banque. Il est bien évident que l'agence de rating reste le garant de la stabilité du niveau de risque du fonds, et chaque projet ajouté ne doit en aucun cas diminuer la note globale du fonds.

LES ÉQUIPES SE METTENT EN PLACE

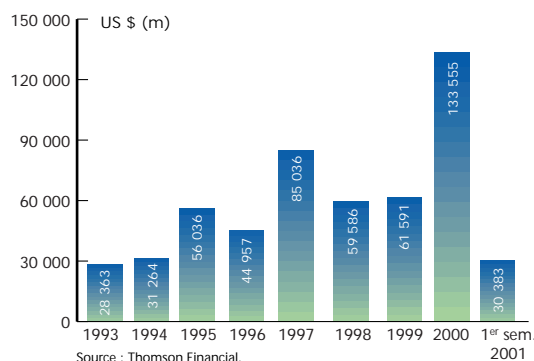
Depuis 1998 et à partir du lancement de la première mouture du Project CLO, les choses ont bien changé. Tout d'abord le marché est devenu plus sélectif et demandeur de titres mieux notés. Ensuite les outils ont évolué avec l'apparition et la généralisation des produits dérivés, notamment les dérivés de crédit et les *returns default swaps* qui permettent de délocaliser le risque de manière efficace. Enfin, avec la réforme annoncée du ratio Cooke, l'environnement légal se prête bien à l'utilisation courante de ce montage. Les banques l'ont bien compris car les grandes manœuvres ont déjà commencé avec la valse des personnes compétentes dans les deux domaines (CDO et Project finance) entre les grandes banques à travers le monde. ■

¹ Bien que statistiquement ils présentent un taux de recouvrement supérieur à un *credit corporate* de même nature. Ainsi S&P's dans une récente étude analysait qu'un *credit corporate* avait une moyenne de 50 % de recouvrement alors que les Project Loans pouvaient se targuer de 70-80 %.

² Cette réforme devrait entrer en vigueur en 2005 (source : Banque des règlements internationaux).

Volume des Project Finance Loans

L'analyse du volume global des crédits alloués aux financements de projet à travers le monde révèle le formidable réservoir de project loans qui pourrait être titrisé.



Bibliographie

- S&P's - Criteria, Project Collateralized Loans and Bonds : rating considerations, octobre 1999.
- Andreas Campomar, Why do bankers have a phobia of project CLOs ?, *Mayers, Brown and Platt Publications*.
- S. Kleimeier, W. L. Megginson, Are Project Finance loans different from other syndicated credits ?, *Journal of Applied Corporate Finance* (Bank of America), Volume 13 - Printemps 2000, p. 75-87.
- SG ABS Research, CBO, CLO, CDO, A practical guide for investors, 31 Mars 2000.