

## Financement export

# Paradoxes du financement des producteurs de pétrole dans les pays émergents

*Financer un producteur de pétrole d'un pays émergent n'est pas une opération si banalisée que la maturité du marché le laisserait croire. De là naissent des paradoxes géographiques, de taux de risque comparé au rendement apparent et de taille de marché.*

LE FINANCEMENT DES PRODUCTEURS de pétrole dans les pays émergents est fondé sur trois paradoxes :

- un paradoxe géographique : une très importante partie des réserves mondiales est localisée dans les pays émergents, alors que les capitaux et la consommation se trouvent dans les pays développés ;
- un paradoxe du risque apparent : une rémunération élevée avec un taux de défaut historiquement bas ;
- un paradoxe de la taille du marché : ces marchandises indispensables à nos économies représentent un marché considérable, mais avec un nombre limité d'acteurs bancaires.

gent a du mal à accéder au marché de la dette et des capitaux nécessaires au financement de son développement : étroitesse et manque de sophistication du marché local des capitaux, frilosité des prêteurs et investisseurs internationaux, etc.

Les informations fournies sont en général nettement plus fiables et plus facilement analysables par la banque en ce qui concerne ses réserves, sa capacité de production, ses contrats commerciaux d'exportation... qu'en ce qui concerne sa situation financière, car ses comptes ne sont pas toujours audités, ou bien soumis à des normes comptables différentes de celles dont nous avons l'habitude sur les marchés internationaux.

Afin de sécuriser ses prêts, la banque internationale se garantit sur les revenus des exportations de pétrole. Elle prend un « risque de performance », c'est-à-dire un risque sur la capacité du producteur à extraire le pétrole de son sous-sol pour le livrer à un acheteur international, qui rembourse la banque au final. Cette approche est plus rassurante pour la banque : elle sait que ce producteur a du pétrole et qu'il maîtrise l'extraction et la livraison. En revanche, a-t-il un cash-flow suffisant pour servir une dette ? Peut-on analyser ses résul-

tats financiers pour déterminer si le remboursement d'un prêt classique sera assuré par ce cash-flow ? Pas toujours, voire peu souvent, ce qui a conduit certaines banques, dont BNP Paribas, à développer une expertise dans ces financements basés sur des risques de performance.

Pour simplifier, le financement d'un producteur de pétrole met en relations trois acteurs :

- le producteur situé dans un pays émergent (exemple, Lukoil en Russie ou Sonangol en Angola), vendeur de pétrole et emprunteur auprès de la banque internationale ;
- l'acheteur de pétrole qui est soit l'une des grandes sociétés internationales de pétrole (Total, Shell, BP, ...) soit un négociant, intermédiaire entre ces acheteurs et le producteur ;
- la banque prêteuse (ou le syndicat de banques) située habituellement dans un pays industrialisé.

Deux techniques sont alors possibles, le préfinancement export ou le prêt garanti par contrat export.

**Le préfinancement export.** C'est en général le premier type de financement que l'on discute avec un producteur/exportateur des pays émergents. Le producteur ayant conclu un contrat de vente de pétrole avec un négociant internatio-



**MATTHIEU LACAZE**

Responsable financements structurés



**EMMANUEL DE LUTZEL**

Responsable communication

ECEP (Energy Commodities Export Project) BNP Paribas

### PARADOXE GÉOGRAPHIQUE

Le premier paradoxe du financement des producteurs de pétrole est que les réserves mondiales (à l'instar de celles de beaucoup de matières premières) se situent principalement dans les pays émergents, alors que les consommateurs et les prêteurs appartiennent à des pays industrialisés.

Un producteur d'un pays émer-

nal, demande à ce dernier une avance qui va lui permettre de financer l'extraction puis la livraison de la marchandise. La banque va alors financer ce négociant pour qu'il octroie ensuite lui-même l'avance au producteur de pétrole.

Dans un tel montage, la banque répartit ses risques entre :

- un risque primaire sur le négociant : c'est lui l'emprunteur et c'est donc lui qui a l'obligation légale de rembourser la banque. La banque va prendre un risque sur la capacité de ce négociant à revendre la marchandise et à encaisser les fonds qui seront indispensables au remboursement de l'avance ;
- un risque d'extraction puis de livraison pris sur le producteur. Si ce dernier ne livre pas, le négociant ne pourra pas revendre la marchandise et donc encaisser le produit de cette vente nécessaire au remboursement de la facilité. Cette prise de risque s'appuie souvent sur un audit des réserves et de la production du producteur ;
- un risque de paiement pris sur l'acheteur final (souvent un major pétrolier).

Dans ce montage, la banque, qui ne dispose pas d'éléments suffisants d'appréciation du risque sur l'emprunteur final, préfère prendre un risque sur le négociant qu'elle connaît bien. Or les négociants se caractérisent souvent par des fonds propres modestes, et une surface financière qui ne justifie pas toujours ces emprunts ; leur rôle est néanmoins indispensable, car ils représentent souvent le seul moyen, pour un producteur, de se procurer les financements dont il a besoin.

**Le prêt garanti par un contrat export.** Dès qu'ils se sont habitués au marché international, les producteurs ne veulent plus dépendre des négociants pour avoir accès au marché bancaire international. Ils préfèrent emprunter directement auprès des banques en leur donnant des contrats d'exportation de pétrole en garantie, avec le produit

de ces ventes comme source de remboursement. Ce type de prêt est possible sur des marchés avec une certaine maturité et avec des producteurs ayant déjà une certaine notoriété sur ces marchés. Comme dans le montage précédent, la banque prend essentiellement un risque de performance sur le producteur, c'est-à-dire un risque sur la capacité du producteur de pétrole à produire et à exporter.

Ce type de montage a plusieurs avantages :

- le producteur se fait connaître auprès du marché financier international, ce qui lui sera utile lorsqu'il sera devenu suffisamment important pour accéder au marché des capitaux (emprunt obligataire international, cotation en bourse,...) ;
- le producteur ne dépend plus d'un négociant pour son emprunt, ce qui rééquilibre le rapport de force entre producteur et négociant

“ En accordant un prêt garanti par un contrat export directement au producteur, la banque ne dépend plus d'un seul négociant pour transformer le baril en dollar. ”

lors de la négociation des termes du contrat commercial qui les lie ;

- la banque ne dépend plus d'un seul négociant pour transformer le baril en dollar. Cette perte de monopole conduit le négociant à mieux « acheter » les cargaisons du producteur, ce qui se traduit en général par des prix plus élevés ! Tout ceci sert les intérêts de la banque qui voit ainsi la source de remboursement de la facilité augmenter. Par exemple, BNP Paribas a monté une opération moyen terme avec un producteur russe (TNK) de 300 millions de dollars garantie par l'exportation d'un volume de pétrole. Quatre négociants furent sélectionnés par le producteur et la banque et retenus pour l'opération. Tous les trimestres, un appel d'offre est organisé entre eux pour savoir qui va acheter les livraisons du trimestre. Ce système oblige les négociants à offrir les prix les plus attractifs s'ils veulent être retenus. Ceci

est évidemment à l'avantage du producteur et de la banque prêteuse.

Les prêts garantis par des contrats d'exportation sont généralement utilisés pour des opérations d'envergure, c'est-à-dire celles dont le montant dépasse plusieurs centaines de millions de dollars par opération et est syndiqué auprès de banques internationales avec des

tation de pétrole ont été scrupuleusement respectés, de même en Amérique latine...

**Risque sur le producteur :** le producteur possède des réserves identifiées et quantifiées de pétrole, ainsi qu'une expérience de production et de livraison. Par contre, il nous est souvent difficile de conduire une véritable analyse financière dont les résultats nous conforteraient pour accorder d'importantes facilités à moyen terme. C'est pourquoi les montages ci-dessus brièvement décrits sont des sortes de prêts libellés en barils où l'emprunteur rembourse la facilité en livrant des cargaisons de pétrole dont la quantité doit être suffisante pour couvrir le principal et les intérêts.

**Risque sur le négociant :** pour la banque, l'un des rôles principaux du négociant dans ce type de montage est de transformer en dollars les barils livrés par le producteur en remboursement de sa dette. Pour cela il lui faut en prendre livraison puis trouver un acheteur final sur le marché international, et enfin livrer les cargaisons et encaisser le produit de la vente sur un compte ad hoc ouvert sur les livres de la banque qui a octroyé le prêt. La banque prend donc un risque sur la compétence professionnelle du négociant qu'elle doit bien connaître.

**Risque de marché :** les us et coutumes du marché mondial du pétrole veulent que la valeur d'une cargaison dépende des cours mondiaux du pétrole le jour de son chargement. En conséquence, ces pré-financements ou prêts comportent un risque de baisse des cours mondiaux du pétrole qui feraient que les cargaisons prévues au contrat n'engendreraient pas suffisamment de dollars pour servir la dette.

Pour limiter ces risques, nous

combinons plusieurs moyens dans les montages :

- **ratio d'avance :** imaginons qu'un producteur ait une quantité précise de pétrole à allouer au remboursement d'un prêt, assortie d'un échéancier de livraisons. On peut donc estimer la valeur cumulée de ces cargaisons en utilisant le cours du jour du pétrole. À partir de là, il faut travailler concomitamment sur deux variables : la durée de la période de livraison : notre visibilité sur l'évolution des cours du pétrole (et donc la fiabilité de nos prévisions) est inversement proportionnelle à la durée des périodes de livraison. En conséquence, plus la période de livraison est longue, plus nous baissons le pourcentage de la valeur théorique du contrat d'exportation que nous pouvons avancer (en passant, par exemple, de 75 % pour une opération à 1 an à 50 % pour une opération à 5 ans dans le cas du pétrole brut), et le niveau de cours du pétrole lors de ce premier calcul par rapport aux cours historiques. Plus les cours mondiaux du pétrole sont élevés lors du calcul, plus les risques qu'ils baissent sont forts. En conséquence, le ratio d'avance devra être moins agressif que si les cours sont historiquement bas lors du calcul ;

- **top-up clause :** selon cette clause appelée aussi clause d'arrosage, les obligations de livraisons du producteur ne sont pas limitées aux quantités contractuelles, mais aussi à des quantités additionnelles que le producteur s'engage à livrer (et que l'acheteur s'engage à acheter) afin de respecter à tout moment un ratio entre la valeur théorique des cargaisons restant à livrer et l'encours de la facilité (principal plus intérêts). Notons qu'au cas où les cours mondiaux baisseraient, des cargaisons supplémentaires devraient alors être livrées, ce qui peut conduire à un allongement de la période de livraison (et donc de remboursement de la facilité) par rapport à la période initialement prévue. La banque doit s'assurer que si le producteur doit livrer des

“ Dans la pratique, sur ce marché apparemment hautement risqué, le taux de défaut est inférieur à celui du crédit à la consommation. ”

durées de plusieurs années. Une récente opération de BNP Paribas illustre ceci : prêt garanti par des contrats d'exportation de pétrole octroyé à Sonangol (société étatique angolaise du pétrole) pour un montant de \$ 1,15 milliard sur une durée de cinq ans.

#### PARADOXE DU RISQUE APPARENT

Le second paradoxe du financement des producteurs de pétrole de pays émergents est la liste importante de risques théoriques mais un taux de défaut avoisinant celui de nombre de pays développés.

**Risque politique sur pays émergents :** guerre, révolution, interdiction d'exporter, etc. En réalité, l'expérience nous montre que, quels que soient les gouvernements en place dans les pays émergents, aucun d'entre eux n'a gêné les exportations de pétrole qui représentent souvent la principale – voire la seule – ressource en devises dont leurs pays ont tant besoin. De très nombreux exemples illustrent ceci : l'Angola vient de connaître vingt-sept ans de guerre au cours desquels pas une seule goutte de pétrole n'a manqué dans les contrats export, la Russie a traversé une grave crise financière en 1998 au cours de laquelle tous les contrats d'exportation

cargaisons supplémentaires, celles-ci seront disponibles et libres de tout gage. Pour cela des clauses dites de negative pledge sur une partie des exportations de ce producteur seront exigées par la banque;

- **hedging**: il s'agit d'une intéressante alternative aux deux systèmes ci-dessus, mais dont l'utilisation n'est pas toujours aisée, surtout dans les pays émergents. L'idée consiste à assortir le prêt de protections contre les fluctuations des cours du pétrole acheté sur les marchés à terme. Grâce à cela, la banque peut prêter un ratio beaucoup plus important de la valeur théorique du contrat commercial, et le producteur peut limiter à l'avance le nombre maximum de barils nécessaires au remboursement de sa facilité. Néanmoins, cela exige que les lois et la fiscalité des pays concernés n'interdisent pas ce genre d'opération (par exemple, la législation russe actuelle ne le permet pas), que les gouvernements comprennent et acceptent les risques sous-jacents (surtout dans le cas de sociétés pétrolières étatiques), et que les producteurs aient des gens formés pour maîtriser ces techniques.

Ces facilités remboursables par des exportations de pétrole confèrent au baril un deuxième rôle : il n'est plus seulement « source énergétique », il est aussi « devise ». Il est aujourd'hui assez facile, grâce à la technique, d'identifier des champs pétroliers et de les quantifier. Le coût de production, ensuite déterminé, il suffit de calculer la « réserve dollars potentielle » qu'un producteur a dans son sous-sol.

Les cours du baril de brut fluctuent davantage comme ceux d'une grande devise internationale qu'en fonction de la seule loi de l'offre et de la demande. Ceci, à la différence des produits raffinés dont les cours obéissent à cette loi outre aux effets météorologiques ou de saisonnalité. Les produits raffinés provenant du baril de brut, ce dernier voit également ses cours in-

fluencés, bien que plus indirectement, par les cours des produits raffinés, et subit dans une moindre mesure la loi de l'offre et de la demande.

**Risque de fraude**: c'est un risque très rare dans ce marché où tout le monde se connaît, le nombre d'acteurs étant assez restreint par rapport à la taille du marché. Les producteurs ont tous besoin de vendre et ont le souci de remplir leurs objectifs de production, car leurs futurs emprunts en dépendent. Les négociants ont la même exigence, car leur plus value sur le marché (qui conditionne leur existence) est liée à leurs bonnes relations tant avec les producteurs auprès desquels ils achètent qu'auprès des majors à qui ils vendent. Enfin les acheteurs (majors) désirent garder de bonnes relations avec les producteurs car leurs approvisionnements en dépendent.

**Risque de transport terrestre ou maritime**: ce risque existe, et statistiquement il n'est pas évitable. De récentes pollutions le long de nos côtes ont ravivé, à juste titre, l'émotion de l'opinion publique pour ces catastrophes écologiques. Néan-

tant en ce qui concerne le nombre de naufrages qu'en nombre de tonnes perdues.

**Risque d'embargo**: les aléas de la politique internationale peuvent parfois conduire certains pays à être placés sous embargo, et leurs exportations ne sont alors plus librement commercialisables.

Si la créativité des spécialistes de crédit est grande pour imaginer de nouveaux risques, la créativité des banquiers est illimitée pour trouver des techniques de couverture. Dans la pratique, ce marché apparemment hautement risqué est un marché dont les risques sont inférieurs à ceux du crédit à la consommation. Depuis vingt ans, sur le marché des producteurs de pétrole des pays émergents, on a connu des défauts ou des retards de paiements, mais pas de pertes. En effet, le pétrole est une denrée stratégique, nécessaire au fonctionnement de l'économie, même en cas de guerre.

D'où l'énoncé du deuxième paradoxe : le financement des producteurs de pétrole est un marché attractif pour une banque en termes de risque et de rentabilité. Ainsi, au cours de dix dernières an-

**“Au cours de dix dernières années, le rating moyen des pays emprunteurs est proche de BB-, alors que le taux de défaut observé est similaire à un rating AA, et que les pertes furent en ligne avec celles observées sur un portefeuille de type AAA. Que dire de mieux que de prendre du risque AAA rémunéré BB-!”**

moins l'analyse des données chiffrées montre que ce risque de transport est très faible par rapport aux quantités transportées. En ce qui concerne le transport par bateau, ce risque a considérablement diminué au cours des trente dernières années en étant divisé par trois,

nées, le rating moyen des pays emprunteurs est proche de BB-, alors que le taux de défaut observé est similaire à un rating AA, et que les pertes furent en ligne avec celles observées sur un portefeuille de type AAA. Que dire de mieux que de prendre du risque AAA rémunéré

BB-! Cependant, le financement de négoce est mal aimé des comités de crédit parce que le risque perçu est supérieur au risque historiquement observé en longue période. Une longue expérience est en effet nécessaire pour différencier entre risque réel et risque purement théorique, ce qui explique le faible nombre de banques opérant sur ce marché.

### PARADOXE DE LA TAILLE DU MARCHÉ

Troisième constat : le financement des producteurs de pétrole des pays émergents est un gros marché, indispensable à l'économie mondiale, mais attirant un nombre assez modeste de banques.

Le monde de la production et du négoce de pétrole est petit : une dizaine de filiales de trading des majors, une vingtaine de sociétés de négoce de grande taille, et près d'un millier d'opérateurs régionaux. Les lieux de financement du négoce de pétrole sont également peu nombreux : Genève, Londres, Singapour, New York.

Le nombre de banques actives sur le marché du financement des producteurs de pétrole est encore plus petit : une vingtaine de banques dans le monde, en majorité d'origine européenne, ont l'expérience pour « originer », structurer, syndiquer puis gérer ce type d'opérations très spécifiques.

Le problème est d'attirer, via les syndications, des banques nouvelles dans ce marché afin de lui conserver un bon niveau de liquidité.

D'autres banques participent ainsi régulièrement dans les syndications montées par ces banques arrangeurs. Elles sont souvent d'origine européenne (française, allemande, hollandaise, voire anglaise, suisse ou belge) ou américaine (à part une ou deux banques américaines qui ont une réelle stratégie internationale sur ce marché, les autres restent souvent leurs activités hors des États-Unis à l'Amérique latine). Depuis peu, on voit l'émergence de banques « ré-

gionales » (banques d'Afrique du Sud, d'Asie...) comme participantes dans nos transactions.

La stratégie de ces « nouveaux venus » est de prendre part à un marché où le rapport « risque rentabilité/taux de perte » est très bon et se compare très favorablement avec leurs activités traditionnelles. Elles sont néanmoins confrontées à deux difficultés :

- convaincre leurs comités de crédit d'accorder la prise de risque : imaginez que, membre d'un comité de crédit d'une grande banque internationale, de votre bureau situé au cœur d'un pays industrialisé, vous ayez à statuer sur une prise de risque en Angola, en Russie ou en Argentine. Lecteur assidu du «Financial Times», spectateur régulier de CNN ou dévoreur de la presse française, vous avez un premier réflexe de recul face à une telle demande ; les informations ainsi recueillies vous décrivent des situations qui vous paraissent empêcher toute prise de risque. Certes, les banques ont subi des pertes dans les pays émergents et – ce qui est inacceptable – certaines de ces pertes furent occasionnées par des fraudes orchestrées par certains dirigeants peu scrupuleux. Néanmoins, après analyse détaillée de ces pertes, on note que les exportations de matières premières vitales pour ces économies ont toujours parfaitement fonctionné, quel que soit le pays. On note aussi que des secteurs comme celui du pétrole font intervenir des intérêts si importants (le pétrole est prioritaire aussi bien pour les exportateurs que pour les importateurs) et ce secteur est surveillé de très près par les gouvernements, les majors : en conséquence, ces pressions entraînent une bonne performance des acteurs et un faible taux de défaut ;
- rassurer en cas de crise : les pays émergents se caractérisent par des crises régulières qui sont déstabilisantes compte tenu de la fragilité de ces économies. Les médias concentrent leurs analyses sur les aspects macroéconomiques ou sociaux,

mais n'analysent que très rarement le secteur des exportations de matières premières prioritaires comme le pétrole. Or ces exportations continuent, et plus le pays est en crise, plus elles deviennent importantes car elles représentent parfois la seule ressource en devises du pays en crise. Elles ne sont pas entravées par les gouvernements en place, ni par les producteurs eux-mêmes. En revanche, des défauts peuvent survenir, se traduisant par le non-remboursement d'une échéance, par exemple. Rappelons-nous que dans ces opérations, l'obligation du producteur-emprunteur est de livrer des cargaisons de pétrole dont le produit de la vente assurera l'échéance. Or des causes exogènes peuvent gêner cette performance, comme des conditions météorologiques empêchant la livraison de la cargaison, et la chute des cours mondiaux du pétrole oblige le producteur à livrer plus de cargaisons pour qu'elles représentent le montant de son échéance. Ceci nécessite donc un délai supplémentaire par rapport à l'échéancier original.

Ces défauts sont courants ; en revanche ils ne se traduisent pas par des pertes, mais seulement par des délais.

L'expérience du marché, l'intuition personnelle et la confiance dans les sources d'information pour discerner le vrai du faux sont des facteurs essentiels de succès pour une banque sur un tel marché. Cela suppose un réseau étendu d'informateurs, afin de confronter en permanence les risques et les chances.

En termes d'analyse de risque, les statistiques de réserves et de productions sont primordiales. L'analyse approfondie des bilans des emprunteurs passe ensuite et ne prend son importance qu'en fonction de l'allongement des durées des facilités. Dans ce métier très particulier, encore plus que les autres métiers de banque, la connaissance d'un marché complexe est un facteur clé de succès. ■