

En cas de divergence entre les textes français et anglais, le texte anglais prévaut.

Luxembourg, le 19 décembre 2018

À toutes les banques d'émission de lettres  
de gage

## **CIRCULAIRE CSSF 18/705**

**Concerne : Principes généraux d'évaluation introduits par la loi du 22 juin 2018 à appliquer pour le calcul de la juste valeur des actifs d'énergies renouvelables éligibles pour la masse de couverture des banques d'émission de lettres de gage**

Mesdames, Messieurs,

L'objet de la présente circulaire est de mettre en place des standards d'évaluation prudents applicables à l'évaluation de projets générateurs d'énergies renouvelables qui font partie de la masse de couverture d'une banque d'émission de lettres de gage. Sur base de l'article 12-5, paragraphe 7, et de l'article 12-7, paragraphe 2, de la loi du 22 juin 2018 portant modification de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier en vue de l'introduction de lettres de gage portant sur les énergies renouvelables, la CSSF est tenue d'apporter des précisions quant aux standards d'évaluation prudents à appliquer aux projets générateurs d'énergies renouvelables (ci-après « ER ») qui font partie de la masse de couverture d'une banque d'émission de lettres de gage. Bien que les standards d'évaluation énoncés se basent sur des orientations et des principes définis par des institutions reconnues au niveau international, ils doivent néanmoins être considérés comme des standards minimaux applicables aux banques d'émission de lettres de gage (ci-après « BELG »). Ils ne constituent donc pas une liste exhaustive de principes. La banque doit évaluer et documenter si l'application de principes additionnels et complémentaires serait appropriée voire requise pour l'évaluation d'un projet spécifique générateur d'énergies renouvelables.

Les standards d'évaluation définis par la présente circulaire sont ceux applicables au calcul de la juste valeur (ci-après « JV ») de projets individuels générateurs d'énergies renouvelables, la JV étant définie conformément aux normes internationales d'information financière (IFRS 13).

# 1 Définitions

1. Dans le cadre de la présente circulaire, la JV est définie selon l'IFRS 13 comme « le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif lors d'une transaction ordonnée entre des intervenants du marché à la date d'évaluation ». La JV constitue la base pour tous les autres indicateurs d'évaluation utilisés dans le cadre de l'émission de lettres de gage, tels que la valeur estimée de réalisation (ci-après « VER », en allemand *Beleihungswert*), la valeur de couverture (ci-après « VC ») et la valeur du panier de couverture (ci-après « VPC »). Par VPC on entend l'exposition de crédit liée à des actifs dans le panier de couverture qui est limitée à la VC, alors que la VC signifie la VER après application des décotes énoncées à l'article 12-5, paragraphe 7, de la loi du 22 juin 2018.
  
2. La VER est la valeur du prêt durable qui est calculé à partir de tous les flux de trésorerie libres opérationnels actualisés qui sont générés par les unités de production ou techniques liés au projet en appliquant les taux d'actualisation ajustés pour tenir compte du risque spécifique au projet. La VER doit couvrir tous les risques pertinents liés au projet générateur d'ER sous-jacent afin de calculer la VC durable spécifique au projet et doit également représenter la durée de vie résiduelle du projet. En conséquence, la VER définie en tant que valeur avant application des décotes énoncées à l'article 12-5, paragraphe 7, de la loi ne doit pas dépasser la JV du projet générateur d'ER.

## 2 Les principes d'évaluation minimums

### 2.1 L'indépendance, la qualification et la responsabilité de l'évaluateur

3. Le processus de sélection de l'évaluateur pour les projets générateurs d'ER par les BELG doit se fonder sur un certain nombre de principes :
  - i. L'évaluateur sélectionné doit être indépendant sur le plan opérationnel de toute activité bancaire directement en relation avec le projet générateur d'ER sous-jacent, telle que le processus décisionnel relatif à l'octroi du crédit ou l'émission de lettres de gage. De manière générale, la banque doit être suffisamment certaine que l'évaluateur sélectionné n'a pas de conflits d'intérêts susceptibles de fausser de manière significative le processus d'évaluation du projet générateur d'ER. En outre, il doit être exclu que l'évaluateur soit en relation juridique avec l'opérateur du projet générateur d'ER (y compris le bénéficiaire effectif) ou possède d'autres intérêts économiques dans le projet. L'évaluateur sélectionné peut être un employé de la banque. Les évaluateurs retenus qui sont employés par la banque sont soumis à un certain nombre de conditions d'indépendance :
    - a. Ils rendent compte, de manière individuelle ou en tant que membre d'une unité, uniquement à la direction de la banque.
    - b. Ils ne sont pas impliqués, ni individuellement ni en tant que membre d'une unité, dans le processus d'ingénierie d'opérations financières ou le mécanisme de constitution de garanties.

- c. Dans tous les cas, ils doivent être indépendants sur le plan opérationnel et hiérarchique du processus décisionnel relatif à l'octroi du crédit pour un projet générateur d'ER.
- ii. L'évaluateur doit connaître les spécificités de l'évaluation de projets générateurs d'ER et posséder une expérience confirmée dans ce domaine spécifique d'évaluation.
- iii. L'évaluateur doit être sélectionné sur base de connaissances spécifiques du marché, y compris les spécificités géographiques en fonction du pays dans lequel l'activité du projet générateur d'énergies renouvelables est exercée.
- iv. L'évaluateur est seul responsable en dernier ressort de la détermination de la JV et de la VER du projet générateur d'ER.

## **2.2 Les processus et procédures**

- 4. Bien que l'évaluation des actifs du panier de couverture soit effectuée par l'évaluateur qui peut être assisté par un tiers qualifié (par exemple, un conseiller technique), la BELG est responsable en dernier ressort de l'évaluation appropriée des projets sous-jacents. En conséquence, la BELG doit s'assurer de l'élaboration de procédures écrites détaillées et appropriées décrivant les processus et les politiques à appliquer dans le cadre de l'évaluation des actifs dans le panier de couverture. L'objectif des procédures écrites est de définir et de mettre en œuvre une gouvernance appropriée en matière d'évaluation. Les employés de la BELG d'un niveau suffisamment élevé de la hiérarchie, expérimentés et indépendants des « unités de prise de risque » sont responsables de ce cadre régissant la gouvernance.
- 5. Les procédures ne doivent pas être fondées uniquement sur une évaluation « sur dossier ». Un contrôle du projet générateur d'ER à évaluer doit faire partie de la procédure d'évaluation. Le contrôle sur place du projet générateur d'ER peut également être délégué à un tiers qualifié (par exemple, un conseiller technique), qui :
  - i. est indépendant de tout intérêt dans le projet ;
  - ii. a démontré des compétences techniques suffisantes et une expérience solide en ce qui concerne les projets générateurs d'ER de la banque ;
  - iii. assume la responsabilité des résultats obtenus ;
  - iv. fournit les résultats du contrôle à travers des rapports documentés de manière transparente et précise.
- 6. Lors du processus de sélection de l'évaluateur, la BELG doit appliquer des mesures de vigilance appropriées afin d'obtenir une bonne appréciation des compétences et de l'expérience de l'évaluateur. La BELG doit effectuer des revues régulières de ses évaluations par la suite.

## **2.3 La fréquence de la réévaluation**

- 7. Les réévaluations des projets générateurs d'ER dans la masse de couverture se font au moins une fois par an.
- 8. Des séries de réévaluations complémentaires doivent être déclenchées si les conditions actuelles de marché, les conditions économiques, politiques, légales, financières, environnementales ou toute autre condition liée au projet venaient à changer de manière substantielle par rapport aux hypothèses d'évaluation utilisées lors de la dernière évaluation.
- 9. Dans les deux cas, la JV est ajustée sur base d'informations actualisées raisonnables à la date du calcul.

10. En principe, tout ajustement de la JV nécessite une réévaluation de la VER. La VER est à ajuster si la JV passe en dessous de la VER ou si les taux d'actualisation ajustés pour tenir compte du risque spécifique au projet ne reflètent pas les informations mises à jour.
11. Si justifié, l'ajustement de la VER peut différer de l'ajustement de la JV comme, par exemple, dans des situations singulières et non récurrentes ayant entraîné la réévaluation.

## **2.4 Les techniques d'évaluation cohérentes**

12. Le choix de la technique d'évaluation doit se fonder sur la nature, les faits et les circonstances du projet générateur d'ER sous-jacent composé d'une ou de plusieurs unités de production ou techniques générant des flux de trésorerie. La phase de conception technique, de structure et de développement du projet générateur d'ER doit être un facteur clé dans le choix de la technique d'évaluation. Une technique d'évaluation fondée sur les flux de trésorerie actualisés doit uniquement être retenue lorsque les flux de trésorerie futurs du projet générateur d'ER peuvent être prédits de manière fiable. En ce qui concerne les projets arrivés à maturité avec des flux réguliers de revenus, l'approche des flux de trésorerie actualisés peut être complétée par une analyse comparative utilisant des multiples de l'industrie ou de transactions, si disponibles et comparables.
13. La JV et tous les autres indicateurs d'évaluation doivent prendre en considération tous les flux de trésorerie futurs issus d'unités de production ou techniques en appliquant une technique d'évaluation cohérente fondée sur le risque, d'une date de calcul, à l'autre avec référence à l'article 12-5, paragraphe 7, de la loi pour générer la VC spécifique au projet générateur d'ER durables.
14. Un changement dans la technique d'évaluation entre deux dates de calcul sera nécessaire lorsque des raisons objectives existent justifiant ce changement. Les raisons sous-jacentes de ce changement dans la technique d'évaluation doivent être documentées, notamment en ce qui concerne le principe fondamental que la technique d'évaluation choisie devrait toujours aboutir à l'évaluation la plus étayée de la JV et de tous les autres indicateurs d'évaluation.
15. Les techniques d'évaluation fondées sur les flux de trésorerie actualisés à elles seules devraient être considérées avec diligence et prudence. Dus aux niveaux élevés de subjectivité ancrée dans les techniques d'évaluation utilisant l'approche par les revenus, un recoupement pour vérifier la cohérence avec d'autres techniques d'évaluation (par exemple, les approches de marché) et qui corrobore les estimations de la JV doit être systématiquement entrepris, si des données pertinentes comparables sont disponibles au prix d'un effort raisonnable.

## **2.5 Les variables de l'évaluation et les données d'entrée**

16. Le choix pour la collecte de données est régi par les principes d'objectivité, d'adéquation et de prudence. En conséquence, les différentes hypothèses utilisées dans les modèles d'évaluation se basent sur des données pour lesquelles l'applicabilité au modèle d'évaluation a été appréciée par l'évaluateur. De même, l'évaluateur doit veiller à la fiabilité des différentes sources utilisées pour obtenir les données, ainsi qu'à la plausibilité des données retenues.
17. L'évaluateur doit utiliser des hypothèses et des estimations raisonnables afin d'obtenir les flux de trésorerie attendus dans un modèle de flux de trésorerie actualisés. Par conséquent,

les flux de trésorerie doivent refléter les circonstances spécifiques du projet générateur d'ER sous-jacent.

18. La plausibilité des flux de trésorerie prédits doit rester vérifiable avec une référence claire aux différentes hypothèses et moteurs économiques sous-jacents des flux de trésorerie. Ces hypothèses et moteurs économiques doivent être décrits dans le modèle d'évaluation.
19. Les principales hypothèses de flux de trésorerie utilisées dans le modèle d'évaluation doivent être étayées par une documentation concise démontrant incontestablement la durabilité et la faisabilité des hypothèses (par exemple, les rapports techniques d'audit, les contrats et les accords, par exemple, pour des rétributions d'injection au réseau (en allemand *Einspeisevergütung*), les rapports d'évolution, etc.).
20. Un examen par les pairs des hypothèses de flux de trésorerie utilisées dans le modèle d'évaluation doit être effectué, si des projets générateurs d'ER comparables sont disponibles (c.-à-d. typiquement dans des situations dans lesquelles l'évaluation d'unités spécifiques d'un parc d'énergie renouvelable plus vaste est effectuée). Des déviations matérielles entre les hypothèses retenues et les schémas de croissance de l'industrie observés doivent être expliquées et les raisons sous-jacentes doivent être décrites dans le rapport d'évaluation.
21. Pour les séries de réévaluations subséquentes, un contrôle ex post (en anglais *backtesting*) de la JV et de tous les autres indicateurs d'évaluation basé sur les flux de trésorerie réalisés doit être effectué si des déviations matérielles entre les flux de trésorerie prédits et les flux de trésorerie réalisés ont été observées. De telles déviations matérielles entre les valeurs initiales et les valeurs issues du contrôle ex post doivent être expliquées de manière concise et les prévisions des flux de trésorerie résultant de la réévaluation subséquente doivent être ajustées en conséquence.
22. L'horizon prévisionnel des flux de trésorerie dans le modèle d'évaluation doit être aligné sur les conditions contractuelles (par exemple, le calendrier des subsides, les durées de location) et sur la réalité économique du projet générateur d'ER. Ainsi, il est attendu que les hypothèses des flux de trésorerie utilisées dans le modèle d'évaluation changent à l'échéance de contrats matériels (par exemple, les rétributions d'injection au réseau). De même, les flux de trésorerie doivent refléter de manière complète les dépenses d'investissement requises pour maintenir la viabilité économique du projet. L'évaluateur doit apprécier si les investissements de remplacement sont d'un montant suffisant et que le calendrier du remplacement correspond à la réalité économique du projet. De manière générale, l'évaluateur doit obtenir une compatibilité entre le calendrier des revenus et des dépenses utilisés pour les prévisions des flux de trésorerie et la réalité économique et technique du projet générateur d'ER sous-jacent.
23. Dans le cas où l'application de la valeur finale (c.-à-d. généralement la valeur qui représente tous les flux de trésorerie futurs déterminée à l'aide d'un taux de croissance à l'infini) n'est pas appropriée pour l'évaluation du projet générateur d'énergies renouvelables, tous les flux de trésorerie au cours de la durée de vie du projet devraient être prévus de manière claire. Ainsi, l'application d'une extrapolation linéaire des flux de trésorerie est considérée comme inappropriée, étant donné que les flux de trésorerie sont censés refléter les conditions contractuelles et la réalité économique pour chaque période durant toute la durée des prévisions.

## **2.6 Le taux d'actualisation et les ajustements de valeur pour les facteurs de risque spécifique**

24. La méthodologie appliquée pour calculer le taux d'actualisation se base sur les pratiques de marchés communes.
25. L'évaluateur doit utiliser des taux d'actualisation ajustés pour tenir compte des risques qui sont appropriés et adaptés aux caractéristiques des flux de trésorerie. Les différents paramètres utilisés pour le modèle d'actualisation sélectionné doivent être adaptés aux caractéristiques sous-jacentes du projet générateur d'ER.
26. Le taux d'actualisation calculé à l'aide de la méthodologie retenue doit être ajusté pour les primes spécifiques qui couvrent des risques, tels que les risques de production, les risques pays, les différentiels d'inflation, les risques technologiques, les risques de marché et tout autre type de risque auquel s'expose le projet générateur d'ER sous-jacent afin de déterminer la JV et tous les autres indicateurs d'évaluation.
27. De manière générale, l'évaluateur doit apprécier la nécessité, le cas échéant, d'appliquer l'actualisation à la JV finale et à tous les autres indicateurs d'évaluation, de prendre en compte les caractéristiques individuelles qui n'ont pas pu être suffisamment reflétées dans les variables de l'évaluation (taux d'actualisation et flux de trésorerie). Le cas échéant, une actualisation spécifique pour manque de liquidité et de négociabilité doit être pertinente dans le contexte de l'évaluation de projets générateurs d'ER. L'évaluateur doit justifier le fait d'omettre l'application de toute actualisation relative aux caractéristiques du projet générateur d'ER sous-jacent.
28. La non-applicabilité d'une actualisation doit être motivée explicitement et décrite dans le rapport d'évaluation.

## **2.7 Les vérifications de vraisemblance de la JV estimée**

29. L'estimation de la JV doit être soumise à des vérifications de vraisemblance régulières et ne doit pas, dans la mesure du possible, être déterminée sur base d'une seule technique d'évaluation.
30. Dans le cas où une technique d'évaluation fondée sur les flux de trésorerie actualisés a été retenue, l'évaluateur doit appliquer une analyse de sensibilité afin de tester la variabilité de l'estimation de la JV face à des scénarios de changements modestes. L'analyse de sensibilité doit être appliquée en priorité aux scénarios qui ont été établis sur base des niveaux les plus élevés de jugements subjectifs.
31. Quelle que soit la technique d'évaluation finale utilisée, l'évaluateur doit effectuer des recoupements pour vérifier la vraisemblance de l'estimation de la JV calculée en ayant recours à au moins une technique d'évaluation différente. Toute déviation matérielle entre les différentes techniques d'évaluation doit être déclarée et les raisons sous-jacentes des différences doivent être décrites et évaluées de manière exhaustive.
32. En tant que vérification supplémentaire, l'évaluateur doit également effectuer une comparaison entre le taux d'actualisation initial implicite et le taux d'actualisation calculé en ayant recours à une méthodologie spécifique (par exemple, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) basé sur le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), la méthode de montage, etc.). La différence entre les taux d'actualisation doit fournir une indication de la prime de risque/l'actualisation spécifique au projet générateur d'ER. La prime de risque/l'actualisation spécifique doit être appréciée, comprise et décrite par l'évaluateur à chaque date de calcul.

## 2.8 Le traitement des prêts en défaut

33. Le traitement du défaut de paiement pour les prêts qui font partie de la masse de couverture des lettres de gage énergies renouvelables doit être pleinement conforme à l'article 178 du règlement (UE) n° 575/2013. Plus particulièrement, la survenance du défaut de paiement se base sur le critère relatif à un arriéré de 90 jours ainsi que sur la condition relative à la probable absence de paiement.
34. Les seuils de signification pour les arriérés sur des obligations de crédit, fixés par les autorités compétentes par voie de règlement, doivent être conformes à l'article 2 du règlement délégué (UE) 2018/171 de la Commission.
35. En conséquence, pour les prêts qui font partie de la masse de couverture des lettres de gage énergies renouvelables, les points suivants relatifs aux exigences de couverture en vertu de l'article 12-5, paragraphe 5, de la loi sur le secteur financier, s'appliquent :
  - i. Pour les prêts avec des paiements d'intérêts échus : Le montant total des intérêts du prêt est exclu immédiatement du calcul de la couverture des intérêts. Pour le calcul de la valeur actuelle de la sûreté, le montant total des intérêts du prêt est également exclu. Si le montant des intérêts en retard de paiement est supérieur à 1% soit de la valeur nominale ou de la valeur actuelle du prêt individuel, le prêt intégral est exclu du calcul de la valeur nominale et de la valeur actuelle de la masse de couverture.
  - ii. Pour les prêts avec des remboursements échus : Les montants de remboursement échus sont exclus immédiatement du calcul de la valeur actuelle de la sûreté. Si les arriérés sont supérieurs à 1% de la valeur actuelle du prêt individuel, le prêt intégral sera exclu du calcul de la valeur actuelle de la masse de couverture.
  - iii. Si le montant des remboursements en retard de paiement d'un prêt individuel est supérieur à 1% du montant notionnel, le prêt intégral sera exclu du calcul de la valeur nominale des sûretés pour la masse de couverture.
  - iv. Si les prêts individuels ne sont pas en retard de paiement mais remplissent les conditions de l'article 178 du règlement (UE) n° 575/2013 concernant une probable absence de paiement, les conséquences mentionnées ci-dessus, c.-à-d. l'exclusion du calcul de la couverture des intérêts, du calcul de la couverture nominale et du calcul de la valeur actuelle de la masse de couverture s'appliquent respectivement.

## 2.9 Documentation

36. Le résultat de l'évaluation, y compris tous les paramètres et les hypothèses sous-jacentes, ainsi que la méthode d'évaluation utilisée doivent être documentés à travers un rapport d'évaluation.
37. Le rapport d'évaluation doit être complet et suffisamment détaillé afin de permettre à tout tiers - par exemple, le réviseur d'entreprises de la BELG, le réviseur spécial ou la CSSF - d'examiner et de reconstituer l'évaluation aisément.
38. Toutes les vérifications (par exemple, les vérifications de vraisemblance ou les examens par les pairs) et les décisions (par exemple, la sélection de l'évaluateur, le choix de la technique d'évaluation) prévues dans la présente circulaire doivent également être documentées par écrit et doivent être facilement disponibles auprès de la BELG.

La présente circulaire entre en vigueur avec effet immédiat.

COMMISSION de SURVEILLANCE du SECTEUR FINANCIER

Marco ZWICK  
Directeur

Jean-Pierre FABER  
Directeur

Françoise KAUTHEN  
Directeur

Claude SIMON  
Directeur

Claude MARX  
Directeur général