

*l'Agence française de développement (AFD). Créée en 1977, avec l'AfD comme unique actionnaire, la Société de promotion et de participation pour la coopération économique (PROPARCO) a pour mission la promotion et l'appui à la création et le développement d'entreprises privées dans les pays en développement (Afrique notamment).*

Elle intervient sous la forme d'opérations en fonds propres et quasi fonds propres, de prêts à moyen ou long termes et par le biais de garanties et de participation à de nombreux fonds d'investissement. Elle apporte également des services en ingénierie financière (conseil dans le montage des affaires, conseil en stratégie, mise en relation d'affaires, évaluation de projets).

*Les participations en capital de la PROPARCO, toujours minoritaires, sont destinées à être cédées après une période moyenne de six années, quand l'entreprise atteint une croissance satisfaisante. Les interventions en haut de bilan peuvent également revêtir la forme de comptes courants d'actionnaires, d'obligations convertibles, de prêts participatifs ou toute forme de dette subordonnée. PROPARCO par ses interventions en fonds propres et les modes de cession qu'elle privilégie contribue à l'émergence et à la dynamisation des marchés financiers dans les pays en développement.*

#### **2.4.6 - Les fonds d'investissements spécialisés**

L'appel à des fonds spécialisés (géographiques, sectoriels, religieux) peut également, dans certains cas, permettre le financement de projets importants. Ces sources de financement "sophistiqués" s'apparentent généralement à des quasi fonds propres puisque les capitaux investis sont généralement servis à la SPC sous forme de **dette mezzanine**.

Cette dette de rang junior ("dette subordonnée") par rapport à la dette bancaire classique est apportée au projet pour une durée souvent longue, et reçoit une rémunération largement supérieure à celle qui est servie à la dette bancaire classique. Ce type de financement s'adresse donc à des investisseurs privés très spécialisés : fonds de pension, institutionnels, sociétés financières filiales de grands groupes (on en retrouve bon nombre en France dans le secteur de la construction notamment).

### **2.5 - L'INGENIERIE FINANCIERE DU PROJET EN MATIERE DE GESTION DES RISQUES FINANCIERS " EXOGENES "**

#### **2.5.1 - Présentation générale : le marché interbancaire (Forward) et les marchés organisés (Futures)**

Les risques financiers "exogènes" appartiennent à la classe des risques dits "de marché" par opposition aux risques "politiques", autrement dit résultant des évolutions perpétuelles du marché des capitaux. Ils font généralement référence aux risques de taux d'intérêt, de taux de change et de contrepartie.

La gestion du risque de contrepartie ou risque de crédit fait appel à des mécanismes de couverture et des catégories d'acteurs bien spécifiques à ce segment de marché que nous développerons ultérieurement.

Concernant la couverture des risques de taux et de change, on distingue deux grandes familles de marché qui, bien que distincts, n'en demeurent pas moins interdépendants :

- le **marché interbancaire** où les contrats sont négociés de gré à gré, la banque jouant généralement le rôle d'intermédiaire entre plusieurs contreparties moyennant une commission. Par abus de langage on parle du marché " de gré à gré "
- les **marchés organisés**, dont la principale caractéristique est de proposer des contrats standardisés, les contrats à termes (*Futures*) et contrats d'option, cotés en continu sur les places boursières internationales. La standardisation porte sur la valeur nominal (également appelée " notionnel ") et les dates d'échéances de ces contrats.

Si les principes de couverture sont identiques sur ces deux marchés, les modalités de mise en oeuvre diffèrent largement et ce, pour trois raisons :

- La standardisation des contrats (valeur nominale et échéance fixées) implique que la couverture obtenue sur les marchés organisés est toujours imparfaite pour l'investisseur, contrairement à ce qui se passe sur le marché interbancaire. L'imperfection s'explique par le niveau du montant de la couverture qui n'est que rarement un multiple exact de la valeur nominale du contrat à terme. De même, il est presque aussi rare que l'échéance de la couverture corresponde au jour près à l'échéance du contrat à terme. Aussi, une couverture mettant en oeuvre des contrats à terme est forcément partielle, et un risque résiduel continuera à subsister pour l'entreprise
- Sur les marchés organisés, la très grande majorité des contrats ne donne pas lieu à une livraison effective des titres sous-jacents. Ces engagements de livrer ou de recevoir sont en fait compensés avant l'échéance par une transaction inverse à celle initialement entreprise. En revanche, l'obligation de livrer ou de recevoir le sous-jacent est quasiment systématique sur le marché interbancaire. Par abus de langage on dit que les marchés à terme sont des marchés de " contrats papiers " par opposition aux " contrats physiques " négociés sur le marché du sous-jacent au comptant.
- Le marché interbancaire étant un marché de gré à gré, les transactions se font *principal to principal*, ce qui implique un risque de contrepartie, lequel disparaît sur les marchés organisés du fait de la présence d'une chambre de compensation.

Plusieurs remarques préalables méritent d'être apportées concernant la mise en oeuvre de l'ingénierie financière propre à la couverture de ces risques :

- l'ingénierie financière d'un projet en termes de couverture des risques demeure du domaine du sur mesure, en ce sens elle doit s'adapter à la configuration du projet et de son environnement, aux besoins de couverture recherchés par les investisseurs et évidemment aux conditions locales du pays. Aussi, les produits disponibles sur le marché des capitaux ne sont certainement pas applicables à l'ensemble des pays en développement.
- plusieurs modes de financement décrits précédemment incorporent déjà dans leur conception une couverture contre certains risques financiers. C'est notamment le cas des crédits " garantis " qui peuvent, selon les cas, proposer une garantie de taux ou de change à la SPC. Aussi, s'il est facile en théorie de dissocier le mode de financement du projet de la couverture des risques financiers,

la pratique s'avère en réalité plus délicate. La conception de l'ingénierie financière d'un projet doit donc s'inscrire dans une approche globale où les modalités de financement et de gestion des risques financiers sont appréhendés simultanément.

- l'ensemble des produits de couverture développés dans les paragraphes suivants sont davantage utilisés en **période d'exploitation** qu'en période de construction et ce, pour deux raisons. La première, évidente, découle du fait que les besoins de couverture sont sans commune mesure en termes de durée : quelques années pour l'une et généralement plus de 20 pour l'autre. La seconde, plus délicate, résulte du fait que la mise en œuvre de tels produits nécessite au préalable une connaissance exacte du montant des flux à couvrir, exercice plus difficile à réaliser en phase de construction.
- Les principes de couverture reposent sur la notion de transfert (et non d'élimination) du risque financier sur une contrepartie. Celle-ci accepte de supporter le risque moyennant une rémunération ou parce que son besoin de couverture est symétrique à celui demandé par l'investisseur. Autrement dit, tous ces mécanismes mettent en jeu la notion de risque de contrepartie qui peut s'avérer délicate à gérer dans le cas d'un montage en financement de projet.
- enfin, le marché voit naître chaque jour davantage d'instruments, dont la sophistication n'a de limite que l'imagination des financiers. Il serait donc illusoire de vouloir traiter de manière exhaustive ce vaste domaine. Nous nous bornerons donc à en comprendre les mécanismes et à en préciser les enjeux, en particulier dans le cadre d'un montage en financement de projet.

### **2.5.2 - La gestion du risque de taux**

#### **i) Qu'est ce que le risque de taux ?**

Nous l'avons déjà évoqué, un financement par endettement fait généralement intervenir un taux d'intérêt variable, constitué d'un taux de référence (variable) et d'une marge (fixe). Aussi, le risque de taux d'intérêt se caractérise pour la SPC par un risque d'augmentation du taux de référence et donc du montant des charges financières du projet. Etant donné que les contrats de concession sont conclus sur des durées longues, le concessionnaire recherchera avant tout à se couvrir contre le risque de hausse des taux à long terme.

Plusieurs remarques méritent d'être souligner concernant la gestion du risque de taux. En premier lieu, précisons que le risque de hausse du taux de référence (Euribor ou Libor) peut avoir deux origines parfaitement indépendantes :

- ◆ une augmentation de **l'inflation dans les pays où sont calculés l'indice de référence**, autrement dit les pays développés. L'augmentation de l'annuité peut alors être accompagnée d'une augmentation des revenus du projet si l'opération est réalisée dans l'un de ces pays, ce qui aurait pour effet de "neutraliser" l'impact de l'inflation sur le renchérissement du coût de la dette. Cette remarque mérite néanmoins d'être nuancée. Tout d'abord, la neutralisation de l'impact de l'inflation n'est évidemment possible que si les paramètres d'indexation des tarifs fixés dans le contrat de concession le prévoient. D'autre part, il existe dans tous les cas un phénomène de retard plus ou moins long entre l'instant où les taux d'intérêt réels s'élèvent et le moment où ils sont répercutés dans les tarifs du concessionnaire. Enfin, l'érosion monétaire constatée dans

certaines pays en développement (inflation “à deux chiffres”) demeure sans commune avec celle pouvant être enregistrée dans les pays développés en période de “surchauffe” de l’économie.

- ◆ une augmentation des **taux d’intérêts réels** : l’augmentation de l’annuité n’est alors pas compensée par une augmentation parallèle du cash-flow disponible pour le service de la dette, ce qui implique un renchérissement du coût de la dette. Dans ce cas, la SPC subit totalement l’impact de la hausse des taux si aucun outil de couverture n’a été prévu à l’origine dans le montage.

D’autre part, qu’advierait-il si les taux venaient à baisser significativement en période d’exploitation alors que la SPC ait réussi, soit directement par les crédits qui lui ont été octroyés, soit indirectement par les instruments de couverture qu’elle a contractée, à fixer le taux de rémunération de sa dette ? Ceci impliquerait nécessairement que les clients du port auraient à supporter ce “surcoût” au travers de la tarification qui leur est imposée. Autrement dit, la mise en place d’un crédit à taux fixe en période de baisse des taux se traduit par un positionnement concurrentiel moins favorable pour la SPC (vis à vis des autres ports ou terminaux concurrents qui auraient optés pour un crédit à taux variable) entraînant, de ce fait, une hausse du risque commercial. Un savant mélange de crédits à taux fixe et à taux variable doit donc être trouvé, sachant qu’aucune formule idéale n’existe. Bien que le ratio de 50/50 soit souvent retenu en première approximation, la détermination finale de ce seuil de couverture est un exercice extrêmement délicat puisqu’elle suppose de pouvoir anticiper la tendance des taux à long terme à l’horizon du cycle de financement, autrement dit sur une durée de 10, 15, voire 20 ans

Enfin, rappelons que les instruments de couverture existants sont davantage utilisés en période d’exploitation qu’en période de construction. Concernant le risque de taux, il est en effet plus difficile de déterminer et de fixer dans le temps les tirages du crédit (fonctions du degré d’avancement des travaux) que de fixer les remboursements qui le sont de toute façon dans le contrat de prêt.

## **ii) Les swaps de taux d’intérêt (*Interest rate swaps* ou **IRS**)**

L’utilisation des swaps pour se protéger contre le risque de variation des taux d’intérêt, en particulier les taux à long terme, a connu un essor considérable ces dernières années. Les banques occupent un rôle déterminant dans l’animation de ce marché.

Un swap est par définition un échange ou un troc de taux d’intérêt entre deux opérateurs, la banque jouant généralement le rôle d’intermédiaire moyennant une commission. Un swap de taux peut également être obtenu lorsque les deux contreparties interviennent dans des devises différentes. En pratique, la SPC, endettée à taux variable, verse le montant d’intérêts correspondant et reçoit en contrepartie le montant d’intérêts calculé sur la base d’un taux fixe. Ceci revient au même que si la SPC s’était endettée directement à taux fixe.

Dans les montages en financement de projet, il peut s’avérer délicat de trouver une contrepartie qui acceptera de “swapper” avec la SPC et ce, principalement pour deux raisons :

- Tout d’abord, la SPC ne peut proposer comme seule garantie que les cash flows dégagés par le projet. Aussi, le risque de crédit attaché à la SPC et que devra accepter la contrepartie peut être

plus ou moins important selon la configuration du projet. Dans les pays soumis à des risques politiques importants (pays en développements), une modalité possible mais délicate dans sa mise en œuvre, consiste à reporter ce risque de crédit sur les sponsors du projet, en leur demandant de garantir le swap si la SPC venait à disparaître.

- D'autre part, nous l'avons vu, le crédit à taux variable octroyé par le syndicat bancaire présente généralement un profil d'amortissement adossé au profil des cash flows dégagés par le projet. Il est donc rarissime que celui-ci corresponde parfaitement aux besoins de couverture de la contrepartie. Aussi, il est fréquent que le swap ne porte que sur une partie fixe de l'amortissement du crédit (éventuellement lissée sur la période du financement), le solde restant exposé au risque de taux. On parle alors de risque résiduel de taux d'intérêt. Cette technique permet alors à la SPC, comme nous l'avons déjà évoqué, de pouvoir bénéficier d'une éventuelle baisse des taux sur la tranche de crédit non couverte, tout en bénéficiant en cas de hausse d'une couverture sur la partie où le taux est fixé.

### iii) Les instruments financiers dits “ fermes ” sur le marché du gré à gré

En matière d'instruments financiers dits “ fermes ” existants sur le marché du gré à gré, on distingue :

- le taux **terme contre terme** ou *Forward-Forward*. Il permet à une entreprise ou un investisseur qui désire emprunter à une date future et sur une période déterminée de fixer dès maintenant le coût d'emprunt de la transaction
- **l'accord futur sur les taux d'intérêt** ou *Forward Rate Agreement (FRA)*. Il permet à une entreprise ou un investisseur qui désire emprunter à une date future et sur une période déterminée de couvrir sa position de taux auprès d'une banque ou d'une institution financière.

Si ces deux produits offrent une excellente protection contre le risque de taux, ils diffèrent l'un de l'autre sur un point essentiel. Le *forward rate agreement* dissocie totalement l'opération de garantie de taux de l'opération de financement, ce qui n'est pas le cas du *forward-forward*. Pour cette raison, les FRA sont davantage utilisés en financement de projet étant donné la diversité et la spécificité des crédits octroyés dans ces montages.

### iv) Les instruments financiers dits “ fermes ” sur les marchés organisés : les contrats à termes (*Futures*)

Sur les marchés organisés, les contrats à terme (*Futures*) sont également en mesure d'offrir une protection efficace contre le risque de taux d'intérêt. Les contrats standardisés négociés sur ces marchés sont des engagements de livrer (pour le vendeur de contrats) ou de recevoir (pour l'acheteur de contrats), à une date bien définie, des titres financiers à revenu fixe présentant des caractéristiques rigoureusement spécifiées par le contrat lui-même, à un prix fixé le jour où le contrat a été négocié.

Le principe général de ces opérations de couverture est de prendre sur le marché des contrats une position inverse à celle tenue sur le marché au comptant du sous-jacent, l'opération de crédit dans notre cas. En pratique, la SPC qui souhaite se couvrir contre une hausse des taux d'intérêts (en

particulier les taux d'intérêt à long terme) **vendra à terme** des contrats standardisés. Le nombre de contrats vendus est calculé de telle façon que le facteur de duration, défini précédemment, soit égal dans les deux opérations réalisées symétriquement.

#### v) Les instruments financiers dits “ conditionnels ” : les options sur taux d'intérêt

Une option confère à son porteur un droit : celui d'acheter ou de vendre le support de l'option, en l'occurrence des titres financiers de taux, à un taux fixé d'avance et désigné comme étant le prix d'exercice (*exercise price* ou *strike price*). Ce droit ne peut être exercé que durant la durée de vie de l'option, autrement dit jusqu'à la date d'exercice. Si l'option accorde à celui qui la détient une possibilité d'achat, il s'agit d'une option d'achat (*Call*) ; si l'option accorde à celui qui la détient une possibilité de vente, il s'agit d'une option de vente (*Put*). En contrepartie du droit résultant de l'achat de l'option (qu'il s'agisse d'un *call* ou d'un *put*), l'acheteur paie au vendeur de l'option une certaine somme, appelée prime (*premium*), définitivement acquise au vendeur, que l'option soit exercée ou non.

Les principaux types d'option sur taux d'intérêt, particulièrement intéressants pour la SPS qui redoute une hausse des taux, sont au nombre de deux :

- le **cap** permet à un emprunteur de fixer un taux d'intérêt plafond au-delà duquel il ne souhaite plus emprunter et recevra le différentiel entre le taux du marché et le taux plafond. Ce produit convient donc parfaitement aux besoins de couverture recherchés par la SPC tout en lui permettant de pouvoir bénéficier d'un gain dans le cas d'une évolution favorable des taux qui désormais se traduirait, ne nous trompons pas, par une hausse des taux.
- le **collar** est une combinaison d'un *cap* et d'un *floor* (produit symétrique d'un *cap* qui permet à un prêteur de fixer un taux plancher). Ce produit permet ainsi à un opérateur de fixer une zone de fluctuation des taux d'intérêt en deçà de laquelle il doit payer le différentiel de taux entre le taux du marché et le taux plancher et au delà de laquelle sa contrepartie lui réglera ce différentiel.

Mêmes si ces produits existent sur les marchés organisés, ils sont davantage négociés sur le marché du gré à gré qui offre à l'acheteur de l'option, la SPC, un produit sur mesure parfaitement adapté à ses besoins.

Le principal facteur limitant l'utilisation de ces instruments de couverture demeure sans aucun doute le montant parfois très élevé du coût de l'option, à savoir la prime. La volatilité du sous-jacent étant fonction de la date d'exercice de l'option, une demande de couverture par un investisseur portant sur une très longue période se traduit automatiquement par un renchérissement de la rémunération exigée.

### 2.5.3 - La gestion du risque de change

#### i) Qu'est-ce que le risque de change dans le cadre d'un projet de privatisation portuaire ?

De manière classique, le risque de variation des taux de change peut se matérialiser de deux façons distinctes pour une entreprise procédant à un investissement dans un pays étranger :

- le risque de change de **consolidation** ou **risque patrimonial** qui se matérialise dès lors que l'intégration des résultats de la filiale (la SPC en l'occurrence) dans les comptes consolidés des sponsors s'effectue dans des devises différentes
- le risque de change de **transaction** qui se matérialise dès lors que les investissements ou les coûts ou recettes d'exploitation font intervenir plusieurs devises

Le risque de change de **consolidation**, parfois oublié par les analystes financiers dans les projets de privatisation, demeure cependant une préoccupation importante pour les sponsors du projet. Ses modalités de gestion font référence aux principes comptables et fiscaux de la consolidation, que nous n'évoquerons pas, tant les disparités locales sont grandes d'un pays à l'autre. Nous l'indiquons donc pour mémoire en précisant qu'il est généralement abordé sous l'angle de l'optimisation fiscale du projet, et sera réalisé une fois que les modalités de financement et de couverture des risques auront été fixées.

En ce qui concerne le risque de change de **transaction**, plusieurs modalités de gestion ont été évoquées dans la partie consacrée à la gestion des risques. Toutes ces techniques conduisent généralement à :

- **éliminer** le risque à travers une tarification en devises des services portuaires (on dit alors que le projet est générateur de devises) ou l'obtention d'un crédit en devises locales
- **reporter** le risque de change sur les entités publiques en obtenant de la banque centrale du pays hôte (sur demande du Ministère des finances) une garantie du taux de change sur la durée de la concession. Rappelons le, cette technique conduit à "requalifier" le risque de change en risque politique.

Toutes ces techniques, idéales dans l'absolu pour le concessionnaire, n'en demeurent pas moins délicates dans leur mise en œuvre. La SPC sera donc amenée à supporter une part de ce risque, plus ou moins importante selon les cas. Or, dans un contexte d'une économie internationale caractérisée par le flottement des devises et des fluctuations de grande ampleur des cours des monnaies, la gestion du risque de change est une nécessité pour la SPC qui souhaitera alors reporter ce risque sur une contrepartie opérant sur le marché des changes.

## ii) Présentation générale du marché des changes

Le marché des changes est sans doute le compartiment du marché des capitaux le plus dur qui soit. Les transactions au comptant et à terme entre banques y occupent une position centrale. Il serait cependant faux de croire que le marché des changes se réduit à ces transactions interbancaires. Depuis le début de la décennie 1970, de nouveaux compartiments, les marchés dérivés, ont progressivement connu un essor considérable.

Au sein de ces marchés, il est habituel de distinguer les marchés de contrats standardisés qui sont localisés dans les bourses dotées d'une chambre de compensation, d'une part, des marchés de contrats non standardisés qui sont un compartiment du marché interbancaire où s'effectuent des transactions de gré à gré, d'autre part. Au sein des contrats standardisés, une deuxième dissociation distingue les contrats à terme (*Futures*) des contrats d'option.

### iii) Les principaux produits de couverture existants

Tous les produits décrits en matière de couverture des risques de taux d'intérêt existent de façon analogue en matière de couverture du risque de change. Nous nous bornerons donc à les lister en renvoyant le lecteur au paragraphe précédent pour en comprendre les mécanismes.

Ainsi on distingue en matière de produits de couverture existants sur les marchés dérivés :

- La **vente à terme de devises** (*Forward*) sur le marché interbancaire
- Les **contrats à terme de devises** (*Futures*) sur les marchés organisés
- Les **options de change** existent sur les deux compartiments du marché des changes

En règle générale, les investisseurs impliqués dans des montages en financement de projet ont tendance à préférer le marché du gré à gré qui s'avère plus souple en termes de choix du montant à couvrir (qui peut correspondre exactement avec le montant de flux anticipé), des dates d'échéances et des prix d'exercice dans le cas des options de change.

Concernant le marché des options, signalons à titre d'information l'existence de **l'option sur option**, qui se révèle être un produit particulièrement intéressant pour l'investisseur en phase de soumission à un appel d'offre étranger. Les calculs de rentabilité du projet réalisée par l'entreprise sont fondés sur un certain taux de change alors même que l'entreprise n'est pas certaine d'obtenir le contrat.

Or, si elle gagne ce contrat à l'issue de l'appel d'offre, il n'est pas rare que le marché puisse avoir " décalé " significativement dans la période. Aussi, l'option sur option lui permet le droit d'acheter une option de change dont le prix d'exercice est voisin du taux de change de référence retenu et donc de se couvrir dès la phase de soumission. Si l'entreprise n'est pas sélectionnée, elle abandonne l'option sur option. Enfin, précisons que la volatilité du prix d'une option étant inférieure à la volatilité de son sous-jacent, en l'occurrence la devise, le prix de l'option sur option sera faible.

Enfin, la mise en oeuvre de ces produits de couverture nécessite au préalable, comme dans le cas du risque de taux, une connaissance exacte des flux futurs de devises. On parle alors de " position nette de change " de l'entreprise. Or la détermination de cette position demeure un exercice délicat, en particulier durant la période d'exploitation. En effet, plus encore que dans le cas des taux d'intérêt dont les flux sont de façon fixés dans le contrat de crédit, l'évaluation du montant de l'assiette de devises à couvrir ne peut être que prévisionnelle. D'où l'importance de bien estimer ces flux et les risques de dérive autour de ces prévisions lors de la modélisation financière du projet. Nous reviendrons sur ce point ultérieurement.

## 2.5.4 - La gestion du risque de contrepartie

### i) La notion de risque de contrepartie

Toutes les techniques évoquées dans la partie I consacrée à la gestion des risques reposent sur un principe immuable en matière de partage des risques dans les montages en financement de projet : le

risque doit être assumé par celui qui est le mieux placé pour pouvoir les assumer. Cela conduit donc à reporter chaque risque identifié sur une contrepartie privée. Le risque que l'une de ces contreparties vienne à disparaître est ce que l'on appelle le "risque de contrepartie" ou "risque de crédit".

La contrepartie peut être directement impliquée dans le projet et donc appartenir alternativement au tour de table de la SPC ou au syndicat bancaire. Mais, elle peut également ne pas prendre part directement au projet si ce n'est au travers du risque qu'elle accepte de supporter, soit qu'il corresponde à son besoin symétrique de couverture, soit qu'elle en attende une rémunération.

Aussi, en matière de gestion du risque de contrepartie, on distingue le risque de crédit portant sur les sponsors du projet du risque de crédit résultant des autres contreparties, les instruments financiers de couverture mis en jeu étant de nature totalement différente.

## **ii) La couverture du risque de crédit des sponsors du projet : l'utilisation des *performance bonds***

Bien que tous les partenaires (sponsors et prêteurs) soient étroitement solidaires quant à la réussite du projet, le besoin de couverture du risque de contrepartie dans un montage en financement de projet résulte davantage d'une exigence du syndicat bancaire ayant structuré le crédit qui souhaite ainsi s'assurer de la solvabilité des différents sponsors du projet : constructeur, opérateur, fournisseur, armateur, chargeur...

Afin de s'assurer que ces intervenants honoreront leurs engagements contractuels financiers, qui peuvent s'exprimer en termes de pénalités contractuelles par exemple, le syndicat bancaire peut exiger la mise en place de garanties appelées "*Performance Bonds*". Celles-ci sont généralement émises par une ou des banques "amies" de l'intervenant qui, en outre, doivent bénéficier d'un *rating* "acceptable". Le syndicat bancaire est alors garanti d'être indemnisée en cas d'insolvabilité de l'un des intervenants du projet.

Signalons enfin, que ceci est également un bon moyen pour les banques arrangeuses de limiter leur politique d'engagement en ne retenant que les projets ayant pour sponsors des partenaires de premier rang.

## **iii) La couverture du risque de crédit des contreparties financières du projet : l'utilisation des crédits dérivés en financement de projet**

Concernant les autres contreparties financières du projet (banques appartenant ou non au syndicat bancaire, assureurs et établissements financiers spécialisés) la mise en place de ces produits de couverture du risque de crédit demeure peu fréquent aujourd'hui. En effet, rappelons que les montages en financement de projet demeurent réservés à un petit nombre d'acteurs de stature internationale présentant, en règle générale, un excellent *rating*.

Néanmoins, précisons que parmi les instruments de couverture des risques de contrepartie, on peut citer les crédits dérivés (*Credit Derivatives*) qui commencent à se répandre sur le marché des

financements de projet. Pour l'instant, ils demeurent toutefois handicapés par un certain manque de liquidité et le faible choix des contreparties disponibles.

## **2.6 - L'INGENIERIE FINANCIERE DU PROJET EN MATIERE DE GESTION DES RISQUES " POLITIQUES "**

### **2.6.1 - Risques politiques et " garantie des investissements "**

La partie I de l'étude, consacrée à la gestion des risques, a fait apparaître la notion de risque " politique " où, sous ce vocable, l'on retrouve l'ensemble des risques pouvant résulter de décisions à caractère unilatéral et " abusif " prises par les autorités publiques du pays hôte du projet, que ce soit l'Etat, les collectivités locales ou l'autorités portuaire.

Or, la gestion de ces risques s'inscrit résolument dans une approche de type contractuel. Aussi, l'ingénierie financière en matière de gestion des risques politiques consiste à mettre en place des produits d'assurance adéquat permettant d'atténuer les conséquences financières qui pourraient résulter d'une décision publique préjudiciable à la viabilité du projet.

Plusieurs remarques méritent d'être apportées concernant le traitement financier de ces risques politiques :

- En premier lieu, la présentation volontairement disjointe proposée dans le cadre de cette étude en matière de risque politique et de risque de marché (les risques financiers exogènes présentés précédemment), mérite d'être nuancée. Prenons l'exemple des risques de non transférabilité et de non convertibilité de la monnaie locale qui sont souvent associés, à juste titre, au risque de change. En effet, s'il est clair que les fluctuations des taux de change résultent, pour partie, des opérations du marché, il n'en demeure pas moins qu'ils sont également totalement dépendants de la politique monétaire fixée par la banque centrale nationale, si aucun système de contrôle des changes n'existe (c'est le cas de l'ensemble des pays développés), et le gouvernement en place, sinon. Aussi, comment fixer la limite exacte de partage entre ces deux classes de risque ? Cet exemple illustre bien cette zone " grise " difficile à appréhender en termes de " causalité " du risque et qui, sans conteste, complexifie un peu plus les données du problème pour l'analyste financier.
- D'autre part, le traitement financier de la gestion des risques politiques renvoie à la notion de " garantie des investissements " qui pose la difficile question de savoir sur quels postes du bilan repose cette couverture. Si la réponse semble évidente en ce qui concerne les garanties offertes par les crédits " garantis " (qui ont été délibérément traités dans la partie consacrée à la structuration financière du projet), les produits d'assurance existants spécifiques aux " garanties des investissements " peuvent, selon les types de police mises en jeu, concerner, soit une garantie des fonds propres investis par les sponsors, soit une garantie portant sur l'ensemble des actifs du projet. Cette distinction, fondamentale en termes de conséquences, demeure cependant délicate à appréhender dans la pratique.
- Enfin, la mise en œuvre de ces garanties ainsi que les procédures d'indemnisation prévues en cas de sinistre par les polices d'assurance ne sont pas sans poser de problèmes. Sans rentrer dans les détails, mentionnons que les notions de " fait générateur de sinistre " (*Events of Default*) et de " subordination de droits " entre une garantie des investissements et un crédit " garanti "