

2/ Mise en œuvre de l'ingénierie financière du projet

2.1 - DEFINITION DE L'INGENIERIE FINANCIERE D'UN PROJET

Le marché des capitaux est par nature très diversifié. Le choix de la mise en œuvre de telle source de financement est fonction de nombreux critères tels que leur coût, la nature des actifs à financer, les garanties qu'elles requièrent, leur souplesse d'utilisation, les conditions d'acceptabilité du marché financier... L'ingénierie financière d'un projet consiste donc à rechercher les conditions de financement et de couverture optimales pour le projet au regard de l'analyse des risques et des contraintes financières du marché.

La mise en œuvre de l'ingénierie financière est un exercice délicat et complexe. Délicat, du fait de l'engagement des partenaires financiers sur des durées parfois très longues. Complexe, du fait de la multiplication et de la sophistication croissante des outils financiers proposés tous les jours sur le marché. Aussi, il est essentiel de comprendre que l'ingénierie financière d'un projet doit d'abord s'inscrire dans une logique pragmatique dictée principalement par le bon sens et la compréhension des enjeux et non pas être fondée sur une volonté excessive de sophistication des mécanismes de couverture ou de financement.

2.2 - STRUCTURATION FINANCIERE DANS LE CADRE D'UN MONTAGE EN FINANCEMENT DE PROJETS

2.2.1 - Principes généraux

La détermination de la rentabilité financière du projet effectuée, il s'agit alors de définir la structure du passif de la SPC, c'est à dire, d'une part le montant des fonds propres et quasi fonds propres et, d'autre part, le montant des dettes.

Dans des montages en financement de projet en particulier, la structure du passif de la SPC découle directement de la capacité du projet à servir sa ou ses dettes. On utilise pour cela plusieurs ratios dont les principaux sont au nombre de trois :

- le ratio de structure financière
- le ratio annuel de couverture de la dette
- le ratio actuariel de couverture de la dette

Ces ratios de couverture permettent dès la phase de montage du crédit d'évaluer le montant de la dette à recours limité acceptable pour les banques. En résulte alors le montant des fonds propres et quasi fonds propres nécessaires au financement du projet.

Si l'objectif du financement de projet est de permettre au projet de bénéficier d'un prêt sans recours ou à recours limité, il arrive que la capacité de remboursement d'un projet soit inférieure au montant de financement externe que les actionnaires souhaitent obtenir. Dans ce cas, le crédit sera découpé en plusieurs tranches se différenciant par l'importance du recours que les prêteurs s'accordent sur les actionnaires. C'est ce que l'on nomme la dette subordonnée ou dette mezzanine. Dans ce cas ces ressources financières sont considérées au même titre que des comptes courant d'associé, à savoir des quasi fonds propres.

2.2.2 - Le ratio de structure financière

Le ratio le plus couramment employé pour rendre compte de la structure de financement est le rapport :

$$\frac{\text{Fonds propres + quasi fonds propres}}{\text{Capital financier}}$$

La notion de capital financier recouvre l'ensemble des ressources financières investies et placées sous le contrôle de l'entreprise par les apporteurs de capitaux. Autrement dit, elle comprend les ressources financières permanentes (fonds propres et quasi fonds propres + dettes financières à moyen/long terme) et les avances bancaires (dettes financières à court terme).

2.2.3 - Le ratio annuel de couverture de la dette (Annual Debt Service Cover Ratio ou ADSCR)

$$\text{ADSCR} = \frac{\text{Cash - flow disponible pour le service de la dette}}{\text{Service de la dette annuel}}$$

Ce ratio est calculé chaque année et permet donc d'avoir une vision en continue (ponctuelle) de la capacité du projet à alimenter le service de sa dette. Il permet, entre autre, de modifier le profil de remboursement de la dette dans le cas où les valeurs obtenues faisaient apparaître une disparité trop importante au cours du cycle de financement.

2.2.4 - Le ratio actuariel de couverture de la dette (Net Present Value Debt Cover Ratio ou NPV DCR)

La moyenne de l'ensemble des ratios de couvertures annuels, appelée "ratio moyen de couverture de la dette", est également utilisé par certains analystes. Ce ratio permet, entre autre, d'effectuer une comparaison entre plusieurs modalités d'amortissement du prêt et fournit une vue globale de l'économie du projet.

Mais, comme à chaque fois en analyse financière, la valeur actualisée d'une série est préférée à sa valeur moyenne en raison de la prise en compte de la valeur temps. C'est pourquoi on lui préfère le **ratio actuariel de couverture de la dette** (*Net Present Value Debt Cover Ratio* ou NPV DCR) définit de la façon suivante :

$$\text{NPV DCR} = \frac{\text{VAN (Cash - flow disponible pour le service de la dette)}}{\text{Encours de la dette}}$$

Le taux d'actualisation retenu dans le calcul de la VAN est celui des taux d'intérêt moyens des dettes financières. Concernant la période sur laquelle la VAN est calculée, deux modalités peuvent être retenues :

- la **durée du cycle de financement**, autrement dit la durée du crédit ; on parle alors de *Loan Life Cover Ratio* ou LLCR
- la **durée du cycle d'investissement**, autrement dit la durée du contrat de concession ; on parle alors de *Project Life Cover Ratio* ou PLCR. On considère dans ce cas que si la dette n'est pas remboursée à l'expiration du contrat de crédit, les cash-flows ultérieurs serviront à la rembourser.

2.2.5 - Quelles exigences minimales pour ces ratios dans le cas d'un projet portuaire ?

Il est très difficile en pratique de proposer des seuils exacts pouvant s'appliquer d'une manière générale à l'ensemble des projets. Toutefois, il semble raisonnable d'indiquer que **dans les pays OCDE** une opération montée en financement de projet et présentant :

- un **ratio de structure financière inférieur à 15 %** amènerait sans doute les prêteurs à exiger des sponsors une contribution financière en fonds propres ou quasi fonds propres plus importante, gage de leur engagement dans le projet
- une année un **ratio ADSCR inférieur à 1,3** nécessiterait inmanquablement une restructuration du financement vraisemblablement axée sur le profil d'amortissement du crédit
- un ratio de **NPV DCR inférieur à 1,7** risquerait de ne pas trouver preneur en l'état. Le projet nécessiterait alors une contribution financière plus importante de la part du partenaire public pour que l'opération est une chance d'aboutir

Ces seuils sont bien évidemment fournis à titre indicatif et ne prétendent en aucune manière vouloir s'appliquer à tous les cas ni prendre en compte l'appréhension du risque pays. Nous l'aurons compris, leur appréciation finale découle directement de l'analyse des risques du projet décrite précédemment.

2.3 - STRUCTURATION DE LA DETTE FINANCIERE (DEBT)

2.3.1 - Principes généraux

Le marché de la dette financière est par nature très diversifié. On comprend donc pourquoi dans ce type d'opération, la dette financière se décompose bien souvent en plusieurs tranches de crédits de nature très divers. L'objectif de la structuration de la dette financière du projet consiste donc à rechercher les conditions de financement optimales pour chacune de ces tranches au regard des exigences des différents partenaires financiers du projet.

2.3.2 - Caractéristiques intrinsèques d'un financement par endettement

Un financement par endettement est généralement défini par un ensemble de caractéristiques dites “ intrinsèques dont les principales sont au nombre de quatre :

i) La durée ou maturité d’un prêt (*Maturity*)

Ce terme désigne la date à laquelle le dernier remboursement du crédit ou des tranches du crédit devra être effectué par la SPC.

ii) La période de disponibilité du crédit (*Availability Period*)

Ce terme désigne la date limite de validité du crédit afin de circonscrire dans le temps l’engagements des banques.

iii) Les modalités d’amortissement du crédit

Le remboursement d’un prêt doit être adapté au projet pour lequel il a été mis en place. En conséquence, il existe 3 types de profil de remboursements :

- le remboursement à principal (P) constant (*Equal instalments of principal*)
- le remboursement à principal plus intérêts (P+I) constant (*Equal instalments of interest and principal*)
- le remboursement fonction du cash-flow disponible (*Instalment depending on the available cash-flow*)

Enfin, la notion de **différé d’amortissement** ou **délai de carence** signifie que, sur une certaine période (rarement supérieure à 2 ans), l’emprunteur ne s’acquitte envers les banques que du montant des intérêts. Un différé d’amortissement peut s’avérer nécessaire lorsque la structure des recettes d’exploitation (la montée en charge) est très progressive, ce qui s’avère généralement le cas dans les projets portuaires “ *greenfield* ”.

iv) Les notions de durée moyenne et de duration du crédit

La notion de **durée moyenne** d’un prêt est généralement utilisée comme instrument de comparaison lorsque le profil de remboursement du crédit est fonction du cash-flow disponible.

La durée moyenne d’un crédit est donnée par la formule :

$$D = \frac{\sum \text{Encours}_i}{\text{Total de l'emprunt}}$$

Encours_i représente les différents encours annuels du crédit sur sa durée de vie

Une notion similaire à la notion de durée moyenne du crédit existe également : la **duration**. Elle fait intervenir le facteur d’actualisation et représente le centre de gravité dans le temps des flux d’un financement.

Un crédit de séquence $[F_1, F_2, \dots, F_n]$ au taux d'actualisation t a pour duration :

$$D = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{F_i \times i}{(1+t)^i}}{\sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+t)^i}}$$

La duration est davantage utilisée comme instrument de mesure et de gestion du risque de taux.

2.3.3 - Les dettes commerciales à long terme (Long term commercial debt)

i) L'alternative au financement "Corporate" : le Project Finance

Pour financer des infrastructures de service public, les deux premières méthodes qui viennent à l'esprit sont le financement budgétaire public ou le préfinancement de l'investissement par les sponsors du projet. On parle alors de financement "Corporate". Dans ces deux cas, cela implique la prise en compte du montant de l'investissement dans les comptes, respectivement, publics du concédant et sociaux du constructeur.

Ces solutions de financement présentent l'inconvénient majeur d'obérer les capacités d'investissement ou le bilan des parties. Ceci est particulièrement vrai dans le cas des infrastructures de transport où les montants à financer sont colossaux et où les ratios bilantiels apparaissent très dégradés les premières années du fait de la lente montée en charge des trafics. L'alternative à ces méthodes est le montage en financement de projets ou *Project Finance*, qui consiste à trouver une solution **déconsolidante** pour les promoteurs du projet, tant publics que privés.

Il est très difficile de définir de manière exhaustive les caractéristiques d'un montage en financement de projets tant la notion de "sur-mesure" y est importante. Toutefois, ces montages financiers ont en commun un point essentiel : le remboursement du crédit dépend essentiellement, dans ce cas on parle de prêt à recours limité ou de *Limited Recourse Financing*, ou uniquement, on parle alors de prêt sans recours ou de *Non Recourse Financing*, des cash-flows générés par le projet lui-même.

Autrement dit, les deux caractéristiques communes à tous les financements dits "à recours limité" sont :

- le prêt accordé est remboursé sur la base des cash-flows dégagés par le projet
- le prêteur n'a pas d'autres garanties que les actifs du projet qui, en outre, ne sont pas récupérables dans le secteur portuaire

ii) Le cas des emprunts en devises étrangères

L'une des méthodes de réduction aux risques de change consiste à obtenir un financement en devises locales. Toutefois, ce type de financement trouve rapidement ses limites dans les pays en développement. En effet, la faiblesse ou l'inexistence d'un marché monétaire national, le niveau élevé

des taux d'intérêt sur la devise locale, l'absence d'investisseurs prêts à apporter un financement sur des durées compatibles avec des projets d'infrastructure, concourent à exclure l'endettement en devise locale ou au moins à restreindre son utilisation à une ligne de crédit *revolving* court terme destinée à financer les dépenses d'exploitation. L'endettement en devises étrangères pose, en outre, des problèmes d'exposition aux risques de change "résiduel", de convertibilité et de transférabilité.

2.3.4 - Les dettes commerciales "garanties" : crédits exports et crédits financiers avec "parapluie" multilatéral

Les agences de crédit export (*Export Credit Agency* ou ECA) et les agences multilatérales (*Multilateral Agency* ou MLA) offrent des garanties ou des couvertures qui peuvent largement atténuer la perception du risque politique et donc ouvrir de nouvelles perspectives en termes de durée de financement. Les banques commerciales étant en grande partie libérées de cette contrainte (et donc des contraintes de provisionnement qui peuvent y être attachées), elles peuvent concentrer leurs efforts sur le risque commercial, dans le cadre de la durée offerte par ces agences. Il n'en demeure pas moins vrai que ces agences sont elles-mêmes soumises à des contraintes de durée et de coût dont il faut tenir compte (en particulier le Consensus OCDE pour les agences de crédit export).

i) Les crédits financiers bénéficiant d'une couverture "export" : les crédits exports

Les crédits exports peuvent s'avérer très utiles dès lors que le projet concerne **un pays en développement** et que la réalisation nécessite **l'apport d'une technologie étrangères**. Parmi ces crédits exports, on distingue les **crédits fournisseurs** (crédits consentis directement par l'exportateur) des **crédits acheteurs** (le plus fréquent). Dans ce dernier cas, il s'agit d'un crédit d'une durée de deux ans minimum consenti par des banques commerciales, directement à un emprunteur étranger, afin de permettre à celui-ci de régler au comptant, selon les termes du contrat commercial, son fournisseur (l'exportateur). Le crédit acheteur libère l'exportateur du risque financier qu'il prendrait sur l'acheteur.

Lorsqu'une vente à l'exportation est réglée par un crédit acheteur, deux contrats distincts se faisant mutuellement référence sont signés : le contrat commercial, liant l'exportateur et l'acheteur étranger, et la convention de crédit liant ce même acheteur en qualité d'emprunteur (ou un organisme agissant pour son compte) et les banques prêteuses.

Le **contrat commercial** définit les obligations respectives du fournisseur et de l'acheteur. Il doit indiquer les modalités de paiement prévues, qui serviront de base à l'établissement du crédit acheteur, et en particulier les acomptes de 15 % minimum payés avant la livraison (dont 5% minimum au comptant en France). Il doit préciser le calendrier des paiements, au comptant, irrévocables et définitifs.

La **convention de crédit acheteur** est signée entre la banque commerciale et l'acheteur étranger qui emprunte. La banque s'engage à payer l'exportateur (en général 85 % du contrat) tandis que l'acheteur accepte de rembourser les sommes réglées au fournisseur selon des modalités précisées dans la convention (période de remboursement, taux, durée, garanties...)

Les crédits acheteurs (ainsi que les crédits fournisseurs) peuvent bénéficier d'un soutien public au financement export à moyen/long terme. Celui-ci, régi par les règles du consensus élaborés par les pays membres de l'OCDE, s'exprime sous deux formes :

- l'octroi par les assureurs crédit de couvertures en matière de risques politiques et/ou commerciaux sur les débiteurs étrangers (la SPC dans le cadre d'une opération en financement de projet)
- la possibilité parfois de bénéficier d'un **taux fixe** pour le crédit, dénommé le taux d'intérêt commercial de référence ou **TICR** dans le cas de la COFACE. Le mécanisme de stabilisation du taux est possible à la fois pour des crédits en Euro ou en devises. Dans le cadre de la procédure de stabilisation de taux, les banques commerciale se refinancent pour la totalité du crédit sur le marché ou sur leurs ressources propres. Le soutien de taux est obtenu par la stabilisation du taux de ressources des banques. Dans ce système, l'Etat verse ou reçoit la différence entre le taux de financement et le coût des ressources des banques, majoré des marges bancaires. L'assiette de la stabilisation est l'encours du crédit.

On parle alors de :

- **Crédit "administré"** si le crédit acheteur bénéficie d'un soutien public à travers le mécanisme de stabilisation des taux et d'une garantie par un assureur-crédit. Aussi, ces types de crédit se situent à des niveaux plus concurrentiel (taux fixes et durées longues) que les crédits financiers syndiqués ou non et les emprunts obligataires.
- **Crédit en "garantie pure"** ("Pure Cover") si le crédit acheteur bénéficie uniquement d'une garantie octroyée par un assureur crédit. Dans ce cas les taux ne sont ni stabilisés, ni bonifiés. Ils sont déterminés librement par les banques, indexés sur un indice de référence (Euribor ou Libor), et peuvent être variables, révisables (fixés pour chaque utilisation) ou fixes (risque de taux sur les décalages d'utilisations et de remboursements)
- **Crédit "financier"** ou crédit "libre" si le crédit acheteur se réalise sans soutien de l'Etat sans aucune garantie d'un assureur-crédit Le risque de fabrication est pris par le fournisseur et le risque de crédit par la banque. En raison du risque pris, et de la pondération Cooke à 100 %, il est réservé aux meilleurs emprunteurs, et généralement, lié à un crédit acheteur classique et limité au financement des acomptes.

Il existe une agence de crédit export dans la plupart des pays industrialisés : la COFACE en France, HERMES en Allemagne, ECGD en Angleterre, EXIM Bank aux Etats-Unis et Japan EXIM au Japon, SACE en Italie et CESCE en Espagne.

Dans un projet portuaire, le financement par crédit acheteur concerne davantage les équipements portuaires (engins de manutention, portiques à conteneurs ou systèmes d'informatisation du port) que les infrastructures (génie-civil, dragages...) dont l'exécution est généralement sous-traitée localement. En effet, rappelons que pour pouvoir bénéficier de la couverture "crédit export", le projet doit respecter certains critères dont le premier est que les paiements effectués au titre du contrat signé avec l'équipementier exportateur représentent 85 % de la part rapatriable (part nationale + part étrangère).

Exemple d'une couverture export par la COFACE

Soit un projet de construction d'un port "greenfield" en Chine et nécessitant la fourniture de portiques de quais. Supposons que l'équipementier exportateur, que l'on désignera sous le terme "l'exportateur", identifié pour cette prestation soit français et que le contrat commercial, signé entre la SPC et l'industriel, représente un montant d'investissement de 100 M FRF.

- 50 M FRF de "part française" (pièces directement exportées depuis la France)
- 10 M FRF de "part étrangère" (pièces fabriquées en Allemagne, par exemple, et exportées en Chine)
- 40 M FRF de "part locale" (pour l'installation en Chine de l'équipement portuaire sous-traitée localement par l'exportateur)

Le financement envisagé pour ce contrat est un crédit acheteur (structuré par la banque française de l'exportateur) avec une demande de garantie à la COFACE de couverture contre le risque politique et de stabilisation de taux, la garantie devant porter durant les périodes de fabrication (prenons par exemple 6 mois) et de crédit (5 ans pour ce type d'investissement selon les règles du Consensus OCDE).

Durant la période de "**fabrication**", l'assiette de la couverture export accordée à **l'exportateur** est de 100 M FRF, pour une quotité garantie pouvant varier (selon les polices émises par les agences de crédit export) de 70 à 85 % du montant du contrat commercial (soit 70 à 85 M FRF dans l'exemple). Les 15 ou 30 % du montant non couvert ne peuvent pas faire l'objet d'une assurance complémentaire par l'exportateur.

Durant la période de "**crédit**", l'assiette de la couverture export accordée à **la banque de l'exportateur**, correspond en simplifiant² à 100 % de la part "rapatriable" (part française + part étrangère) du contrat, soit 60 MF. La quotité garantie accordée à la banque est égale à 95 % de l'assiette de la couverture, les 5 % restant ne pouvant pas faire l'objet d'une assurance complémentaire.

Autrement dit, la couverture export accordée par la COFACE en termes de couverture du risque politique et de stabilisation de taux ne porte que sur un montant de financement égal à 60 M FRF. Le financement complémentaire requis pour l'investissement portuaire (dont le montant est égal au montant la part locale, soit 40 MF) est alors dénommé "crédit sec d'accompagnement". Il peut être apporté soit par la banque de l'exportateur soit par une autre banque commerciale (une banque locale par exemple).

En général, la structuration d'un financement par crédit export conduit à dissocier le crédit en deux tranches : une tranche garantie et une seconde non garantie aux conditions du marché (taux et durée). On parle alors de technique de financement "conjoint" puisque chacune de ces tranches fait référence à un seul et même lot d'investissement.

Il convient de signaler que si la principale activité des Agences de crédit export demeure aujourd'hui la couverture des risques politiques, certaines d'entre elles se sont dotées d'équipes en financement de projets et commencent à envisager la couverture du risque commercial sur quelques projets.

En outre, on constate un nombre croissant de grands contrats en financement de projet qui prennent la forme d'opérations **multi-sources**, en ce sens qui sont structurés, soit par de grands groupes multinationaux pouvant "*sourcer*" dans différents pays depuis leurs filiales, ou encore par des consortiums multinationaux organisés en co-traitance ou en sous-traitance. Cette évolution s'explique du fait que l'importance toujours croissante des investissements exigés par ces projets ne

² En réalité, l'assiette de la couverture se décompose de la façon suivante : 85 % de la part rapatriable proprement dite + 15 % de la part rapatriable au titre d'un financement de la part locale, ce qui revient dans les faits à 100 % de la part rapatriable.

corresponde pas toujours pas avec les limitations d'encours d'engagement (géographiques ou sectoriels) fixées par les agences de crédit export et les pouvoirs publics dans le cadre de leur politique de risques.

Conditions générales de couverture en assurance crédit par la COFACE

1/ Définition des risques

Les polices d'assurance proposées par la COFACE permettent de couvrir 4 catégories de risque :

- Le **risque de fabrication** : il se réalise lorsque l'exécution des obligations contractuelles de l'**exportateur** est interrompue pendant une période de 6 mois, pour autant que cette interruption provienne directement et exclusivement de l'un des faits générateurs de sinistres mentionnés dans la police d'assurance contractée par l'assureur-crédit avec l'exportateur.
- Le **risque de crédit** : il se réalise lorsque la **banque commerciale de l'exportateur** se trouve dans l'impossibilité de recouvrer tout ou partie de la créance issue du contrat garanti, pour autant que cette impossibilité provienne directement et exclusivement de l'un des faits générateurs de sinistres mentionnés dans la police d'assurance contractée par l'assureur-crédit avec la **banque commerciale de l'exportateur**.
- Les **risque sur engagement de caution de restitution d'acomptes et de bonne fin** : à la demande de l'exportateur, les engagements de caution – souscrits sur son ordre en vue de garantir au débiteur la restitution des acomptes, la bonne fin du contrat garanti, ou permettant le versement anticipé d'une retenue de garantie – peuvent, entrer dans le champ d'application de la garantie des risques de fabrication ou de crédit.
- Le **risque sur engagement de caution de soumission** se définit par l'impossibilité pour l'exportateur de recouvrer sur le bénéficiaire de l'engagement de caution garanti tout ou partie des sommes faisant l'objet de cet engagement.

Par ailleurs, rappelons que la COFACE exige en principe :

- pour couvrir le risque de fabrication, que le risque de crédit soit couvert
- pour couvrir le risque de crédit, lorsqu'il y a paiements progressifs, que le risque de fabrication soit couvert

2/ Faits générateurs de sinistre

Les faits générateurs permettant de constater la réalisation des risques (fabrication ou de crédit) inscrits dans les conditions générales des polices d'assurance-crédit de la COFACE sont au nombre de 8 :

- Résiliation arbitraire par le débiteur du contrat garanti
 - Carence pure et simple du débiteur
 - Insolvabilité du débiteur consistant dans son incapacité, régulièrement constatée, de faire face à ses engagements. Cette incapacité résulte :
 - soit d'un acte judiciaire entraînant la suspension des poursuites individuelles et la déchéance du terme (tel que la liquidation judiciaire en droit français)
 - soit d'un accord amiable conclu avec tous les créanciers ou opposable à chacun d'eux
-
- soit d'une situation de fait amenant l'assureur crédit à conclure qu'un paiement même partiel est improbable
 - Moratoire général édicté par le gouvernement du pays du débiteur ou d'un pays tiers par l'intermédiaire duquel le paiement doit être effectué

- Tout autre acte ou décision du gouvernement d'un pays étranger faisant obstacle à l'exécution du contrat garanti
- Survenance hors de France d'une guerre, d'une révolution ou émeute, de catastrophes naturelles telles que cyclone, inondation, tremblement de terre, éruption volcanique, raz de marée...
- Evénements politiques, difficultés économiques intervenus hors de France ou mesures législatives ou administratives prises hors de France empêchant ou retardant le transfert des fonds versés par le débiteur ou son garant
- Acte ou décision du gouvernement français tel qu'interdiction d'exportation des biens ou des services ou réquisition des biens en cours de fabrication

3/ Les notions de risque politique, risque politique élargi et risque commercial

Cette définition des risques ainsi que les faits générateurs de sinistre précités et inscrits dans les conditions générales des polices d'assurance-crédit forment le socle des garanties offertes par la COFACE à ses assurés. Toutefois, pour bien appréhender le périmètre des couvertures offert, il est nécessaire de bien comprendre les notions suivantes :

- **Acheteur public** : entité engageant la responsabilité de l'Etat de son pays de résidence ou d'un organisme public et **qui ne peut judiciairement être mis en faillite**. Lorsque l'acheteur public bénéficie d'une lettre de garantie (dite "souveraine") de son ministère des finances, on parle alors d'**acheteur souverain**.
- **Acheteur privé** : acheteur qui ne répond pas aux critères précités et qui peut par conséquent être mis en faillite
- **Risque politique** : risque résultant d'un fait politique telle une guerre, révolution ou encore d'une décision gouvernementale faisant obstacle à l'exécution d'un contrat. On parle de **risque politique élargi** lorsque le fait générateur du sinistre matérialisant le risque n'est pas d'origine souveraine : collectivité locale, établissement public...
- **Risque commercial** : **risque** résultant de l'instabilité de la situation financière de **l'acheteur privé** (carence, insolvabilité). Ceci implique que tout défaut de paiement par un acheteur public, souverain ou non, se traduit exclusivement par la réalisation d'un risque politique (ou politique élargi).

4/ Spécificités de la couverture des risques par la COFACE dans les montages en financement de projet

Dans les montages en financement de projets, rappelons que l'emprunteur est la SPC. Aussi, dans tous les cas et en particulier lorsque le partenaire public aurait décidé d'intervenir en capital au côté des sponsors du projet (on parle alors de société d'économie mixte ou SEM), l'emprunteur revêt la qualité d'**acheteur privé**. Toutefois, contrairement aux garanties offertes aux acheteurs privés "classiques", la COFACE ne couvre pas, en principe, les risques commerciaux de la SPC carence et insolvabilité résultant d'une mauvaise appréciation des trafics notamment.

Les risques politiques de nature souveraine sont couverts (en risque de fabrication et en risque de crédit). Concernant les risques politiques élargis, les risques susceptibles d'être couverts doivent être "mesurables", en ce sens faire référence à des clauses spécifiques du contrat dont leur non respect doit ouvrir droit à résiliation du contrat par la SPC, laquelle résiliation doit ouvrir droit à une indemnité de la part du partenaire public, laquelle indemnité doit permettre de couvrir au minimum l'encours de la dette.

Ils se rapportent aux engagements du partenaire public de “faire” ou de “payer” et dont le contenu est précis. Dans le cas de leur non respect on parle alors de “**rupture d’engagement spécifique**” (*Bridge of Contract*). Ils peuvent se rapporter à la délivrance des terrains, des permis de construire ou d’exploiter, la libération des subventions d’investissement ou d’exploitation, les mesures fiscales consenties initialement...

Signalons, enfin, que la modification arbitraire du partenaire public des formules tarifaires et/ou de leur mode d’indexation (fixées à l’origine dans le contrat de partenariat) n’est pas considéré aujourd’hui par la COFACE, comme une rupture d’engagement spécifique.

ii) Les crédits financiers avec “ parapluie ” multilatéral (*A-Loan* et *B-Loan*)

Les organismes multilatéraux, que ce soit le Groupe Banque Mondiale par l’intermédiaire de la Société financière internationale ou SFI (*International Finance Corporation* ou *IFC*) ou les banques régionales de développement (*ERDB, AsDB, IDB*), interviennent également dans ces types d’opération au côté des banques commerciales et des organismes de crédit à l’exportation. On parle alors de co-financement.

Ces co-financements sont réalisés la plupart du temps sous forme de financements dits “ parallèles ”, c’est-à-dire que le projet est subdivisé en **lots séparés**, chacun faisant l’objet, soit d’un prêt Banque Mondiale, soit d’une dette commerciale accordée par une banque, soit d’un crédit acheteur couvert par une agence de crédit export. Il est important de souligner que ces modalités de co-financement relatifs à des lots distincts ne doivent pas être confondues avec la technique dite du “ financement conjoint ” qui associe plusieurs sources de financement à un même lot, selon un pourcentage convenu à l’avance.

En pratique, l’intervention d’une agence multilatérale dans ces types de montage conduit à structurer le crédit financier en deux tranches :

- un **prêt A (*A-Loan*)** accordé par l’organisme multilatéral lui-même
- un **prêt B (*B-Loan*)** souscrit par les banques commerciales “ sous le parapluie multilatéral ”

En ce qui concerne le *A-Loan* et dans le cas de la Banque Mondiale, l’intervention de la SFI peut s’établir sous trois formes :

- un **financement direct** des dernières échéances du prêt accordé par les banques commerciales se traduisant par une participation de 10 à 25 % en général. C’est sans doute le mode d’intervention le plus fréquent
- l’**octroi d’une garantie** portant sur les dernières échéances, moyennant une commission de garantie
- une **participation conditionnelle** de la Banque Mondiale, dans le cas de crédits à taux variable, si la charge finale correspondant au paiement des intérêts dépasse les possibilités de remboursement prévues à l’origine

En ce qui concerne le *B-Loan*, la notion de “parapluie multilatéral” ne signifie aucunement que l’organisme multilatéral accorde aux banques commerciales une quelconque garantie sur ce crédit. Elle indique simplement que les banques se sentiraient rassurées à l’idée que les Etats hôtes hésiteront à prendre des mesures néfastes à l’encontre du projet en raison de la présence d’un organisme multilatéral dans la structure de financement.

Enfin, bien que les institutions multilatérales soient souvent réticentes à supporter certains risques, elles ont l’avantage de pouvoir proposer des durées beaucoup plus longues que les banques commerciales et surtout des taux fixes sur ces durées.

2.3.5 - Les “placements privés” par émission d’emprunt obligataire

Les “placements privés” sont une source de financement long en plein essor aujourd’hui, notamment dans le domaine du financement des infrastructures de transport. Ils sont généralement émis sur le marché nord américain et réservés à une clientèle institutionnelle, à ne pas confondre donc avec les émissions obligataires avec appel public à l’épargne.

L’émission d’obligations sous la règle 144A, sans doute la plus utilisée aujourd’hui, permet d’obtenir des conditions financières (marges et commissions) favorables ainsi que des maturités quelque peu supérieures à celles disponibles sur le marché bancaire. Cette méthode de financement est assez récente puisqu’elle a pris son essor au début des années 90 mais n’a pas encore atteint un stade de maturité. En effet, le marché commence seulement depuis quelques années à accepter de couvrir les besoins de financement pendant la période de construction. Elle s’apparente donc plus à une méthode de refinancement pour les banques que de financement pour les investisseurs.

Il faut également noter que faire appel à des investisseurs de cette catégorie pose des problèmes de relations inter créditeurs. En effet, si le problème de séniorité entre les catégories de dette peut être aisément résolu, la capacité des différents quorums à appeler ses sûretés, les différences de niveau d’information fourni aux protagonistes posent d’importants problèmes. En effet, on n’informe pas un club de quelques banques comme un large et liquide syndicat d’investisseurs hétérogènes.

2.4 - STRUCTURATION DES FONDS PROPRES ET QUASI FONDS PROPRES (EQUITY)

2.4.1 - Principes généraux

Par définition, la notion de fonds propres se rapporte aux ressources financières susceptibles de pouvoir supporter un décalage dans le temps du retour à l’exigibilité de la ressource et ce, sans risque de sanction monétaire. Autrement dit, les fonds propres sont les ressources financières placées sous le contrôle de l’entreprise et destinées à supporter **en premier** la matérialisation des risques du projet.

2.4.2 - Les " fonds propres " apportés par le secteur public

Les formes d'intervention du secteur public dans les opérations portuaires sont variées et dépendent largement de la configuration du projet. De manière non limitative, on peut citer :

- les **apports en actifs** : cette solution a le double avantage de réduire le montant initial de l'investissement et éventuellement de fournir des revenus pendant la période de construction. Dans le cadre d'un projet d'extension portuaire, l'apport en actifs peut consister à confier au concessionnaire privé l'exploitation d'un terminal existant géré jusqu'alors par une autorité portuaire publique de type *Service Port*. De cette façon, la rentabilité financière attendue par les investisseurs est confortée par l'assurance de cash-flows et ce, dès la signature du contrat de concession. On parle alors de la technique de **l'adossement**.
- les **apports en numéraires** : l'autorité concédante peut apporter au projet des subventions d'investissement et/ou d'exploitation qui permettent, entre autres, d'augmenter les cash-flows disponibles pour le service de la dette. Dans le cas d'un projet portuaire *greenfield*, des subventions d'investissement sont très souvent exigées pour le financement des ouvrages de protection contre la houle en raison du caractère " discontinu " de cet investissement.
- les **apports en garantie** : garantie de revenu minimum (s'apparentant à des contrats d'enlèvement), garantie de rendement pour le capital investi, garantie de comblement du passif dans des cas de force majeure...

De nombreuses modalités existent en matière de **véhicule de financement** concernant cet apport " en fonds propres " à la SPC par le secteur public. Cette intervention peut ainsi prendre la forme d'un :

- **financement public** émergeant sur le budget de l'autorité concédante ou de l'Etat hôte du projet
- **crédit export** (en général crédit acheteur) consenti par une (ou plusieurs) agence(s) de crédit export à l'autorité concédante. Se pose alors pour la banque la notion de risque politique sous-souverain (*sub-sovereign risk*)
- **financement bilatéral** (de type Agence française de développement ou AFD) ou **protocole gouvernemental** (nouvellement renommé en France Réserve Pays Emergents ou RPE)
- **financement communautaire** pouvant provenir de la Banque européenne d'investissement (BEI) ou de la Commission européenne (financements ISPA ou FED notamment)
- **financement multilatéral** du Groupe Banque mondiale (IRDB ou IDA)

A l'exception des crédits export, le bénéficiaire de ces types de financement est l'Etat hôte du projet qui rétrocède alors le crédit, le plus souvent accordé à des conditions " concessionnelles ", à l'autorité portuaire concernée. Si cette technique présente l'avantage indéniable pour les prêteurs d'éviter le risque de carence émanant de l'autorité publique locale du fait que le crédit bénéficie d'une " garantie souveraine ", il n'est pas moins vrai que dans certains pays en développement (en Afrique en particulier) cette procédure de rétrocession du crédit par l'Etat s'établit à des conditions pas toujours aussi avantageuses pour l'entité locale, l'Etat souhaitant réaliser une marge sur l'opération.

Les analystes financiers assimilent l'ensemble de ces participations financières du secteur public dans le projet à des fonds propres, que l'autorité concédante fasse ou non partie du tour de table des actionnaires de la SPE. Toutefois, ceci n'exclue nullement que le risque de non mise à disposition de ces ressources existe pour le concessionnaire privé. Ce risque fait partie intégrante du risque politique. On comprend pourquoi le concessionnaire privé, et les banques en particulier, ont généralement tendance à préférer les subventions d'investissement, exigibles dès le début de la concession, aux subventions d'exploitation.

2.4.3 - Les fonds propres investis par les sponsors du projet

Les fonds propres apportés au projet par les sponsors sont versés en premier lieu au capital social de la SPC. Celui-ci est déterminé en fonction du minimum requis par la législation et des disponibilités de trésorerie des futurs actionnaires.

Les exigences bancaires ne sont en général pas trop contraignante en matière de montant du capital social car seul le montant des fonds propres et assimilés est significatif en termes de structure de financement. Le solde en fonds propres est généralement servi par les sponsors à la SPC sous forme de lettres de crédit bancaires confirmées, portées au nom de l'actionnaire.

2.4.4 - Les prises de participation en capital par les institutions multilatérales

Les institutions multilatérales se sont dotées d'outils financiers leur permettant d'intervenir en capital dans ces opérations en se positionnant en tant qu'actionnaire de la SPC au même titre que les sponsors du projet. La plus connue de ces institutions est sans doute la Société Financière Internationale ou SFI (*International Finance Corporation* ou IFC), filiale du groupe Banque Mondiale, qui intervient comme investisseur auprès des sociétés privées dans les pays en développement. Elle agit comme catalyseur, en l'absence de la garantie des gouvernements, en assurant les co-investissements de la protection des risques non-commerciaux, d'expropriation et de rapatriement de profits.

Les formes d'intervention de la SFI sont au nombre de trois :

- des **prises de participation en capital** directement dans la SPC
- des **prêts subordonnés à long terme** accordés à la SPC et alors considérés dans la structure de financement comme des quasi fonds propres
- des **avances d'actionnaires** consentis aux sponsors du projet qui s'apparentent à des comptes courant d'associés et sont également considérés comme des quasi fonds propres

2.4.5 - Les prises de participation en capital par les institutions bilatérales

Certaines institutions bilatérales interviennent dans ces projets par l'intermédiaire de prises de participation en capital dans la SPC. En France c'est le cas de la PROPARCO, filiale investissement de

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 nominale (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

certains 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 "

s'avèrent, en pratique, des points particulièrement complexes et délicats à gérer pour l'ensemble des partenaires privés.

2.6.2 - Les garanties proposées par les agences multilatérales

i) L'Agence multilatérale de garantie des investissements (MIGA)

La plus connue, sans doute, des agences multilatérales proposant des garanties sur les investissements est l'Agence multilatérale de garantie des investissements ou AMGI (*Multilateral Investment Guarantee Agency* ou *MIGA*), qui a pour objet de "favoriser les investissements à des fins productives entre les pays membres du Groupe Banque Mondiale". En ce sens elle est en mesure de garantir les investissements de la SPC contre les pertes pouvant résulter d'un risque **non-commercial**, c'est-à-dire :

- le risque de non-transfert, résultant de restrictions imposées par le gouvernement d'accueil
- le risque de perte, résultant de mesures législatives ou administratives ou d'omissions du gouvernement d'accueil qui auraient pour effet de priver l'investisseur étranger du droit de propriété ou du contrôle qu'il exerce sur son investissement
- le risque de rupture de contrat par le gouvernement d'accueil vis-à-vis de l'investisseur
- le risque de conflits armés et de troubles civils

ii) La garantie des investissements proposée par la Banque Mondiale (IBRD)

The World Bank Guarantee Program

Pierre C. VIELLESCAZES – Senior Official Officer – World Bank

Since 1994, the World Bank promotes the use of political risk mitigation guarantees to address the growing demand from sponsors and commercial lenders contemplating financial investment in the infrastructure sectors of developing countries. The Bank's objective in mainstreaming guarantees is to mobilize private capital for such projects on a "lender of last resort" basis whilst minimizing the host government's requisite indemnity to the Bank as a condition of providing the guarantee.

World Bank guarantees are provided to private lenders, for infrastructure financing, where the demand for debt funding is large, political and sovereign risks are significant, and long-dated financing critical to a project's viability.

The Bank offers commercial lenders a variety of guarantee products: Partial Risk, Partial Credit, Enclave and Policy-based guarantees in IBRD countries, and Partial Risk Guarantees in IDA-only countries. Broadly speaking, all guarantees provide coverage against debt-service default arising from sovereign risk events, each guarantee issued is tailored to match the specific need of an individual transaction.

IBRD guarantees are offered for projects in IBRD eligible countries, with the exception of certain foreign exchange earning projects in IDA-only countries. IBRD guarantees can be both Partial Risk and Partial Credit in nature. Bank guarantees are generally available for project in any eligible country, irrespective of whether the project is in the private or public sector. The bank may, however, at times limit the availability of guarantees in certain countries, for example in countries undergoing debt restructuring.

IBRD Partial risk guarantees ensure payment in the case of debt service default resulting from the non-performance of contractual obligations undertaken by the government or their agencies in private sector projects. Sovereign contractual obligations vary depending on project, sector and circumstances. They typically include:

- Maintaining an agreed regulatory framework, including tariff formulas;
- Delivering inputs, such as fuel to a private power company;
- Paying for outputs, such as power or water purchased by a government utility;
- Compensating for project delays caused by political actions or events.

Partial risk guarantees may also cover transfer risks which may be caused by constraints in the availability of foreign exchange, procedural delays and adverse changes in exchange control laws and regulations.

Partial Credit guarantees cover all event of nonpayment for a designated portion of the financing. While historically these guarantees have been used to encourage extension of maturity by covering the later years of the financing, the Bank recently structured a partial credit guarantee to cover a single coupon interest payment on a rolling basis throughout the life of the facility, plus the final bullet principal repayment.

Enclave guarantees are highly selective partial credit guarantees structured for export oriented foreign exchange generating commercial projects operating in IDA-only countries. Enclave guarantees may cover direct sovereign risks such as expropriation, change in law, war, and civil strife but may not cover third party obligations (such as those of an output purchaser or input supplier), nor will it guarantee transfer risk. In all cases, the scope of risk coverage under the guarantee would be the minimum required to mobilize financing for a given project.

Partial Risk guarantees are used in IDA member countries, in sectors undergoing significant reforms. IDA guarantees are offered on a pilot basis to private lenders against country risks that are beyond the control of investors and where official agencies and private markets currently offer insufficient insurance coverage. IDA guarantees are available selectively, where an IBRD Enclave guarantee is not available. IDA guarantees can cover up to 100 percent of principal and interest of a private debt trench for defaults arising from specified sovereign risks including government breach of contract, foreign currency convertibility, expropriation, and political violence.

Bank guarantees facilitate the mitigation of risks that lenders cannot assume, catalyze new sources of finance, improve borrowing costs, and extend maturity beyond what can be achieved without the bank guarantee. They also provide more flexibility in structuring project financing (currency, market, etc.).

Clearly, within the World Bank Group, IFC and MIGA are the preferred sources of support to the private sector. As such, sponsors and financiers should consult with IFC and MIGA as to their potential interest in financing or covering the project. IFC supports private sector projects through equity and debt financing, the syndicated B-Loan program, security placement and underwriting, and advisory services. MIGA provides political risk insurance primarily for equity investments, but it can also cover debt financing, as long as it is also covering equity finance for the same project. These agencies cannot accept host government guarantees.

2.6.3 - Les garanties proposées par les agences de crédit export

Les agences de crédits export émettent également des polices de garantie portant sur des opérations d'investissement à l'étranger. En général, ces instruments constituent une garantie pour la SPC contre les risques politiques :

- **d'atteinte aux droits d'actionnaires**
- **de non paiement et de non transfert** de la cession ou de la liquidation de l'investissement ou de l'indemnité prévue au contrat de concession en cas de nationalisation

L'enveloppe garantie (avec un ratio de quotité garantie de l'ordre de 90 à 95 %) porte non seulement sur l'investissement initial mais aussi sur l'autofinancement dégagé par le projet, autrement dit les bénéfices à réinvestir et les bénéfices à rapatrier. En général, l'assiette de couverture portant sur l'autofinancement dégagé du projet est plafonnée : dans le cas de la COFACE en France, les limites de cumul atteignent respectivement 100 % (pour les bénéfices à réinvestir) et 25 % (pour les bénéfices à rapatrier) de l'investissement initial.

Signalons enfin que l'obtention d'une telle garantie est conditionnée à l'existence d'une convention bilatérale de protection des investissements signée entre le pays de l'agence de crédit export et le pays hôte du projet.

Conditions générales de la garantie des investissements de la COFACE

La garantie des investissements couvre deux types de risques politiques :

- Le "risque d'atteinte à la propriété", qui se matérialise à la suite de la survenance de l'un des événements suivants (appelés "faits générateurs de sinistre") :
 - l'entreprise est dans l'impossibilité d'exercer les droits attachés à son investissement
 - l'actif de l'entreprise est totalement ou partiellement détruit
 - le fonctionnement de l'entreprise est empêché
- Les risques de non-paiement et de non-transfert qui se matérialisent lorsque, à la suite d'un fait générateur de sinistre, l'entreprise ne peut obtenir le paiement ou le transfert des sommes qui lui reviennent.

Les faits générateurs de sinistre, c'est à dire les événements pouvant entraîner la mise en jeu de la garantie, sont notamment les nationalisation, expropriation, confiscation, mise sous séquestre, guerre, révolution ou émeute dans le pays hôte du projet ou les mesures prises par les autorités locales dans l'intention délibérée de nuire l'investisseur étranger en raison de sa nationalité.

En cas de réalisation du risque d'atteinte à la propriété, la perte est déterminée après établissement d'un compte de pertes qui se réfère à la valeur initiale et à la valeur résiduelle de l'investissement telle qu'elle s'établit à la date de constitution du sinistre.

En cas de réalisation des risques de non-paiement ou de non-transfert, la perte est égale au montant des créances reconnues à l'assuré, restant dues ou restant à rapatrier

L'enveloppe garantie porte non seulement sur l'enveloppe initial mais aussi sur l'autofinancement dégagé par le projet, autrement dit les bénéfices à réinvestir et les bénéfices à rapatrier (dividendes).

Le ratio de quotité garantie varie selon les pays de 60 % à 95 %. Dans les faits, ce ratio dépend largement du niveau d'encours détenu par la COFACE sur le pays en question au moment de la demande de prise en garantie. Les taux de primes généralement appliqués varient selon les pays de 0,7 % à 1,1 %, voire plus.

Un nouveau régime de couverture des revenus est entré en vigueur à compter du 1^{er} juin 1999 :

- **Concernant les revenus à réinvestir**

La couverture est accordée soit au cas par cas au moment du réinvestissement (avec par conséquent une possibilité de refus), soit au moment de la décision sur l'investissement initial dans la limite d'un forfait représentant un certain pourcentage de l'investissement initial. Ce pourcentage est déterminé librement par l'assuré mais devra être inférieur à 100 % du montant de l'investissement initial.

Dans le cas d'une couverture forfaitaire, la prime est payable annuellement et d'avance à un taux applicable à l'investissement en capital, son assiette étant fonction du pourcentage retenu par l'assuré. Il appartient à celui-ci de déclarer tout réinvestissement intervenu pendant la durée de vie de la garantie. Sous peine de déchéance de la garantie, cette déclaration doit intervenir dans les 3 mois du réinvestissement.

- **Concernant les bénéfices à rapatrier (dividendes)**

La couverture n'est accordée que sur une base forfaitaire limitée à 20 % (par an) de l'investissement initial moyennant le paiement d'une prime sur cette assiette forfaitaire, après application de la quotité garantie, à un taux analogue au taux applicable à l'investissement en capital. Cette prime est payable annuellement et d'avance.

2.6.4 - Le recours aux assureurs privés pour la couverture des risques " politiques "

Les **assureurs privés** offrent parfois des alternatives viables aux assureurs publics pour la couverture du risque politique. Les durées de couverture disponibles sont parfois plus longues, et les préférences géographiques peuvent être complémentaires. Le coût de ces assurances est naturellement à prendre en compte, mais c'est parfois le seul moyen pour permettre un financement dans des pays difficiles.

L'assureur privé garantit les banques contre l'occurrence d'un risque politique mettant le crédit en défaut. Les assureurs privés sont sensibles aux procédures de suivi que les banques mettent en place pour évaluer le risque politique et son évolution. Il faut donc pour les institutions bancaires faire la preuve de leur capacité à évaluer et éviter le risque politique lors de la phase de mise en place des projets. C'est à cette condition que les polices pourront être souscrites.