

- 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 immanquablement 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 sentiront 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.