

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