

Chapitre 11

Choix des sources de financement : Corporate Financing et Project Financing

« Faites-nous de bonne politique et je vous ferai de bonnes finances. »

Baron Joseph Dominique Louis

Nous avons décrit au chapitre 9 l'ensemble des sources de financement offertes par le système financier domestique (essentiellement marchés financiers, intermédiaires financiers et organismes publics) puis au chapitre 10, le coût de chacune de ces sources.

On pourrait croire que l'entreprise va financer la totalité de son investissement avec la source la moins chère.

En réalité, il n'en est rien et ceci pour les raisons suivantes :

- chacune des sources n'est disponible qu'en quantité limitée,
- l'entreprise n'a pas nécessairement accès à toutes les sources,

- le coût d'une source dépend du risque encouru par le bailleur de fonds (i.e. de la « solidité » du recours en cas de problème).

Sa politique de financement va donc consister à choisir le meilleur panachage des différentes sources disponibles en tenant compte de ces éléments.

Dans ce chapitre, nous nous plaçons d'abord dans le cadre classique d'une entreprise (*Corporate Financing*) et montrons les liens qui existent entre politique d'investissement et politique de financement.

Ensuite, nous étudions le financement d'un projet autonome (*Project Financing*).

Certaines caractéristiques du financement de projet sont communes au financement classique mais il existe des spécificités qu'il convient de mettre en évidence, et ce d'autant plus que nous avons axé l'ouvrage sur le projet d'investissement. De nombreux éléments à analyser lors du montage d'un financement de ce type, ont donc déjà été traités auparavant, dans la partie I, notamment. Nous ne revenons pas dessus.

Plan du chapitre

- 1 *Corporate Financing* : Financement de l'investissement en entreprise privée
- 2 *Project Financing* : Financement d'un projet autonome

I. Corporate financing : Financement de l'investissement en entreprise privée

L'objectif de ce paragraphe est de mettre en évidence les liens qui existent entre politique d'investissement et politique de financement dans l'entreprise puis de donner les étapes d'un **plan de financement**.

Pour ce faire, il est utile de commencer par définir le tableau emplois-ressources puis d'expliquer le principe du *capital budgeting*. On se place dans une logique de marché (entreprise privée).

1. Tableau emplois-ressources

Pour des raisons pédagogiques, on distingue deux types de tableaux emplois-ressources. Celui que le comptable utilise pour retracer les mouvements de capitaux qui ont traversé l'entreprise durant les exercices passés et celui que le financier élabore pour prévoir ses besoins de financement.

1.1. La vision du comptable : vision du passé

Par la confrontation du compte de résultats et de deux bilans successifs, le comptable dresse le tableau emplois-ressources afin d'avoir une vision sur les mouvements de capitaux qui ont traversé l'entreprise dans le passé (cf. figure 1). Ce tableau est équilibré : Emplois = Ressources.

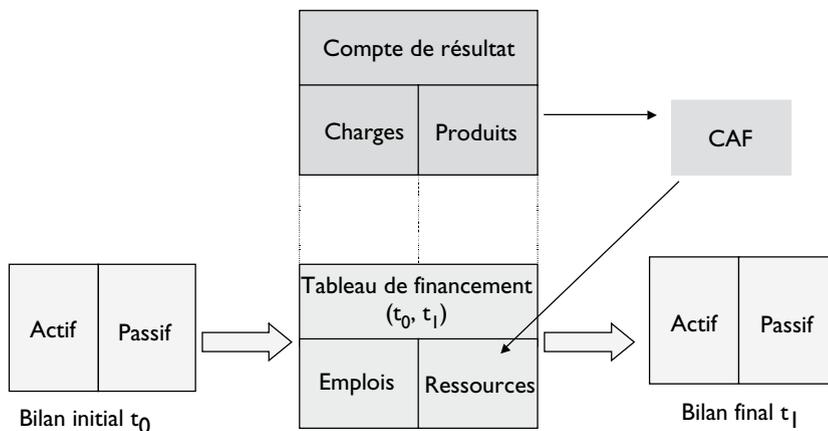


Fig. 1 : Lien entre bilans et compte de résultats annuel¹.

Avec le bilan et le compte de résultat, le tableau de financement emplois-ressources est l'un des trois documents comptables de base de l'entreprise.

Notons qu'il peut aussi être analysé *a posteriori* pour retracer les mouvements d'argent qui ont traversé l'entreprise dans le passé (voir exemple en fin de paragraphe).

1.2. La vision du financier : vision du futur

Le financier qui raisonne au niveau d'une entreprise tout entière, analyse l'ensemble des ressources et des emplois en confrontant l'évolution du bilan et les tableaux du compte de résultat prévisionnels².

Il élabore ainsi (en général pour les 4 années à venir), des tableaux annuels prévisionnels de financement : les tableaux emplois-ressources prévisionnels.

1. D'après E. Cohen (2004).

2. Obtenus en adoptant la vision financière.

Leur rôle est de prévoir les mouvements financiers qui devraient traverser l'entreprise dans le futur et de mettre en évidence le **besoin de financement à moyen terme** compte tenu de tous les investissements de l'entreprise.

Une entreprise qui sollicite un emprunt pour financer un nouvel investissement les utilise pour prouver aux banquiers que les flux financiers futurs permettront de rembourser la dette supplémentaire.

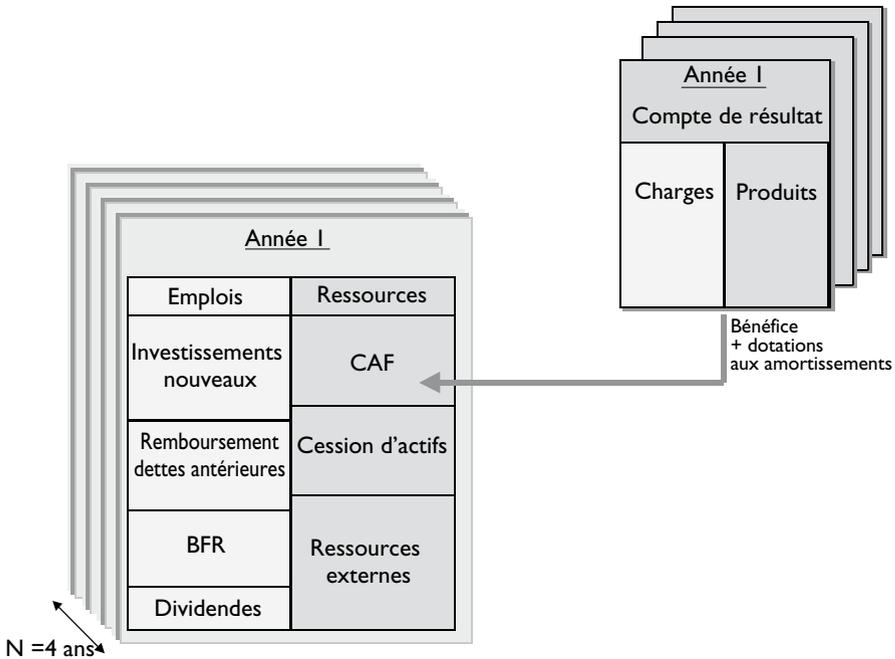


Fig. 2 : Élaboration des tableaux annuels emplois-ressources prévisionnels¹

C'est la capacité d'autofinancement anticipée qui fait le lien entre les bilans prévisionnels, les comptes de résultat annuels prévisionnels et les tableaux emplois-ressources prévisionnels.

Pour satisfaire son besoin de financement externe, l'entreprise se tourne vers le système financier.

1. D'après J. Margerin et G. Ausset (1987).

2. Loi offre et demande de financement et conditions d'accès à l'offre

2.1. Loi d'offre et de demande

Vision théorique

L'offre totale de capitaux « O » est une fonction croissante du coût des capitaux (taux d'intérêt « i »). Plus le taux d'intérêt est élevé, plus les opérateurs vont effectuer des investissements financiers. Inversement, la demande totale de capitaux « D » est une fonction décroissante du taux d'intérêt.

Si le marché des capitaux était parfait :

- le volume de capitaux disponibles dans le système financier serait celui qui correspond à l'intersection des courbes d'offre et de demande de capitaux,
- et toutes les sources financières auraient le même coût « i^* », qui est le taux d'intérêt correspondant à l'intersection (cf. figure 3).

Coût des capitaux

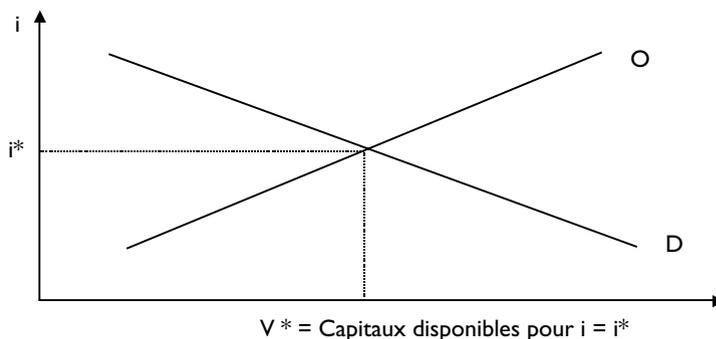


Fig. 3 : Courbes Offre et Demande de capitaux.

Légende :

i = coût des capitaux

O = Offre globale de capitaux pour ce taux i .

D = Volume total de capitaux que les entrepreneurs, dans leur ensemble, veulent emprunter à ce taux.

Vision réelle

Or, dans la réalité, le marché des capitaux n'est pas parfait et l'entreprise ne couvre pas son besoin de financement avec la même source (volume et conditions d'accès limités).

Ainsi, la courbe d'offre qui est constituée de différentes sources dont les coûts et les conditions d'accès sont différents est en escalier (cf. figure 4).

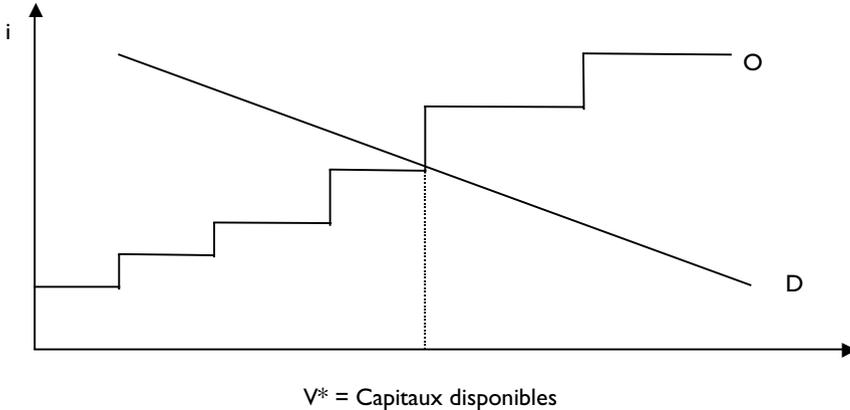


Fig. 4 : Loi d'offre et de demande en réalité.

L'offre est une gamme de financement avec des conditions différentes (montant maximum et taux consenti).

2.2. Conditions pour avoir accès aux sources de financement

L'entreprise ne peut pas toujours satisfaire son besoin de financement :

- soit, le système financier n'est pas suffisamment important compte tenu des montants nécessaires,
- soit, l'entreprise n'a pas accès à toutes les sources de financement disponibles.

Par exemple :

- l'accès à l'épargne publique est limité aux entreprises qui sont notées par les agences de *rating*,
- l'accès aux marchés de capitaux internationaux nécessite une comptabilité en standard international,

- le recours à l'emprunt bancaire est « plafonné » en fonction du ratio d'endettement de l'entreprise (cf. sous-paragraphe 3 ci-dessous),
- certains types de crédit ont des conditions restrictives,
- certaines sources coûtent trop cher.

Les conditions d'accès difficiles posent d'autant plus de problèmes aux entreprises qui ont un niveau d'autofinancement faible (PME ou *start-up* notamment).

3. Influence de la structure financière sur le coût en capital

3.1. Ratios financiers de l'entreprise comme réponse au besoin informationnel des investisseurs financiers (prêteurs, actionnaires)

Les bailleurs de fonds qui apportent des capitaux à l'entreprise cherchent à se prémunir du risque (ex : non-remboursement de l'emprunt, chute du cours ou mauvais rendement des actions). Ils se basent sur les notations (quand elles existent) et/ou consultent un certain nombre de ratios reflétant la santé financière de l'entreprise et par conséquent le risque encouru.

Parmi les nombreux ratios financiers disponibles les **ratios d'endettement** ont un impact important sur la décision des bailleurs de fonds, qu'ils soient banquiers ou actionnaires.

Ces ratios apprécient l'autonomie financière de l'entreprise (cf. encadré). Plus ils sont mauvais, plus les sources de financement sont rares et chères (l'actionnaire demande à percevoir un montant de dividende plus élevé et le banquier prête à un taux plus fort). Inversement, une entreprise qui possède une part importante de capitaux propres trouvera facilement à se financer car les bailleurs de fonds ont un recours en cas de nécessité (le patrimoine de l'entreprise). Le vieil adage bien connu se vérifie : « *On ne prête qu'aux riches !* ».

Notons qu'il existe toute une panoplie de ratios financiers¹ pour informer les actionnaires et les prêteurs. Citons par exemple, le ratio rentabilité des capitaux propres (*Return On Equity, ROE*) qui est le rapport entre le résultat net et le montant des capitaux propres.

Ratio rentabilité des capitaux propres = Résultat net/Capitaux propres

1. Pour approfondir sur les ratios financiers, cf. en particulier, P. Vernimmen (2005).

Ratios d'endettement

Les ratios d'endettement ont trait à la structure du passif de l'entreprise. Ils reflètent son autonomie financière en comparant le montant des fonds propres à celui des dettes. Plusieurs ratios peuvent être calculés. Les plus intéressants (pour l'investisseur financier) concernent l'autonomie à terme de l'entreprise.

Quatre formules fournissent des indications à peu près identiques :

Capitaux propres/Capitaux permanents ;

Dettes à moyen et long terme/Capitaux permanents ;

Capitaux propres/Dettes à moyen et long terme ;

Dettes à moyen et long terme/Capitaux propres.

Un élément important qui rentre en ligne de compte pour accéder à une source de financement est son coût. Or, celui-ci dépend de la structure financière de l'entreprise.

3.2. Coût du capital de l'entreprise

Comme nous l'avons vu au chapitre précédent, le coût du capital en entreprise est estimé par le coût moyen pondéré du capital : CMPC. De façon évidente, il augmente avec le coût des capitaux propres et le coût des dettes.

Cependant, la relation entre le coût des ressources et le CMPC n'est pas triviale car elle est liée à la structure financière de l'entreprise (i.e. à un ratio d'endettement) comme le montre l'exemple ci-dessous (cf. figure).

Dans cet exemple, le coût des capitaux propres est supérieur à celui des dettes.

Pour un ratio d'endettement nul, le CMPC est égal au coût des capitaux propres (soit 18 %).

Ensuite, lorsque le ratio augmente, le CMPC diminue car la part des dettes (dont le coût est moindre) augmente.

Lorsque le ratio augmente encore, la courbe du CMPC change de tendance et devient croissante.

Cela est dû à l'augmentation simultanée du coût des capitaux propres et du coût des dettes en raison de la mauvaise santé financière de l'entreprise.

On remarque que pour un ratio d'endettement de 100 %, le coût des ressources financières devient très élevé.

Graphiquement, on a montré que le CMPC atteint un optimum (i.e. un minimum) pour un « subtil panachage » entre capitaux propres et dettes.

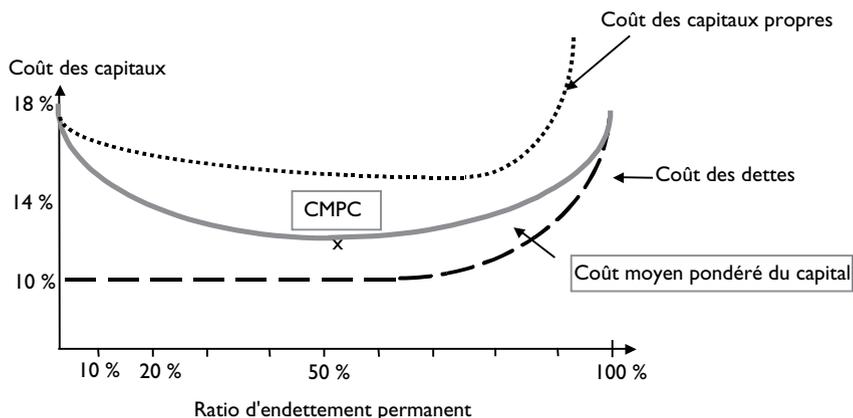


Fig. 5 : Coût moyen pondéré du capital en fonction du ratio d'endettement permanent¹

Trouver la meilleure répartition entre les différentes sources de financement disponibles est un objectif de politique financière.

Remarques

Cas particulier

Dans certains cas (ex : PME, *start-up*), les dirigeants de l'entreprise détiennent les capitaux propres.

En cas de nécessité, ils sont prêts à se priver de rendement pour éviter que le CMPC ne soit trop élevé (cf. figure 6).

Dans la pratique

On rappelle que dans la pratique la courbe du CMPC a une forme en escalier car le financement ne se fait pas en continue mais de façon sporadique en fonction des montants mobilisables à un coût donné (cf. figure 7).

1. D'après M. Poix, Magistère BFA (2005).

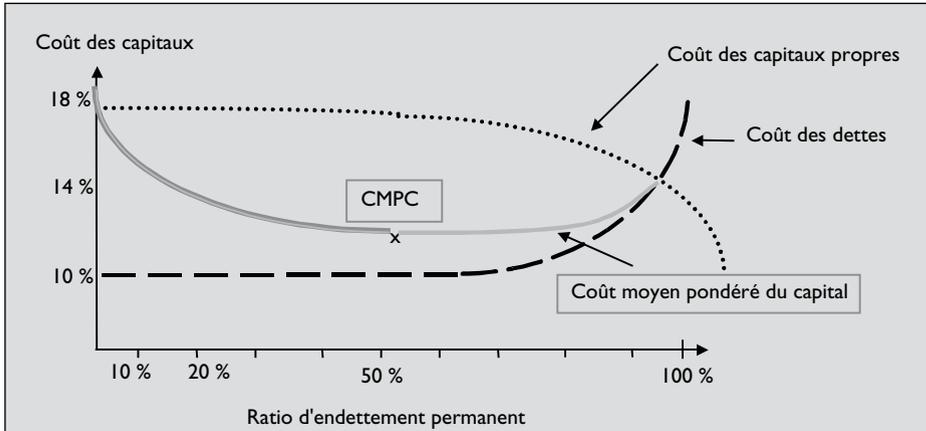


Fig. 6 : Les dirigeants de la PME se privent de revenu¹.

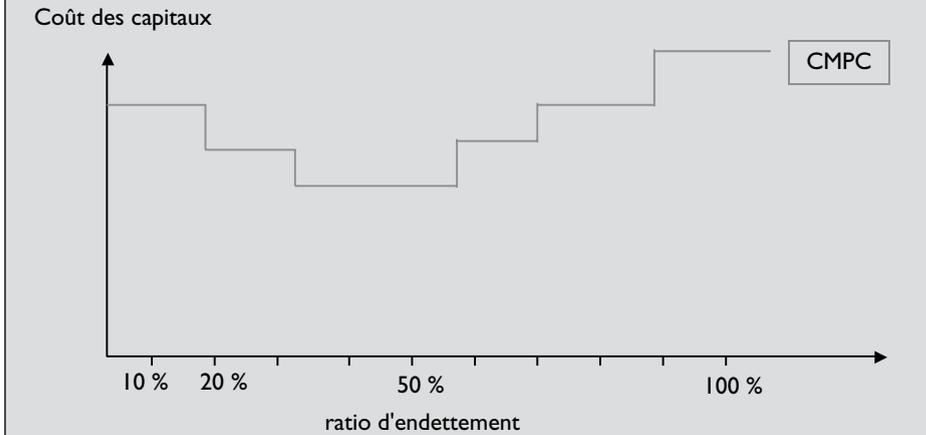


Fig. 7 : CMPC dans la pratique – courbe résultant du financement « sporadique » de l'entreprise.

1. D'après M. Poix, Magistère BFA (2005).

4. Liens entre investissement et coût en capital

4.1. Le coût en capital joue sur l'investissement

Nous avons vu au chapitre 4 que le taux d'actualisation retenu dans les méthodes d'évaluation de la rentabilité d'un investissement est le coût moyen pondéré du capital (CMPC).

Un CMPC faible implique un taux d'actualisation faible, ce qui favorise l'investissement (flux nets de trésorerie actualisés forts).

4.2. L'investissement joue sur le coût en capital

La réalisation d'un projet d'investissement peut avoir un impact sur la structure financière de l'entreprise qui le porte. C'est le cas des projets dont le montant de l'investissement est important.

Le mode de financement d'un projet relativement lourd modifie le risque de l'entreprise et influence fortement l'évaluation de sa rentabilité puisque le taux d'actualisation est modifié. C'est ce que nous montrons à l'aide d'un exemple simple.

Exemple

On considère une entreprise dont le passif du bilan est le suivant :

Passif du bilan à t = 0	k€
Capitaux propres	1 000
Dettes à long terme	1 000
Total capitaux permanents	2 000

Le coût de ses capitaux propres est $k = 8\%$ et le taux moyen d'intérêt des dettes à long terme est $k' = 10\%$ (on ne tient pas compte de l'effet crédit d'impôt).

Le coût moyen pondéré du capital vaut $8\% \times 1\,000/2\,000 + 10\% \times 1\,000/2\,000 = 9\%$

Cette entreprise envisage d'investir dans la construction d'un bâtiment lui permettant d'augmenter ses recettes (coût de l'investissement : 2 000 k€).

La rentabilité de cet investissement est estimée par le calcul d'une VAN avec un taux d'actualisation $a = 9\%$. Dans ce cas, la VAN est positive.

Elle pense le financer entièrement par la dette. Le passif du bilan projeté est le suivant :

Passif du bilan à t = 1	k€
Capitaux propres	1 000
Dettes à long terme	3 000
Total capitaux permanents	4 000

La banque accorde un prêt dont le taux est plus élevé que dans le passé en raison du fort endettement de l'entreprise. Il passe à 12 %.

Le coût moyen pondéré projeté du capital vaut $8\% \times 1\,000/4\,000 + 12\% \times 3\,000/4\,000 = 11\%$

Avec ce futur CMPC, la VAN du projet devient négative (cf. figure 8). La construction du bâtiment est rejetée. Le mode de financement de cet investissement n'était sans doute pas *adéquat* mais cela montre que l'investissement peut influencer le coût moyen pondéré du capital et jouer sur sa propre rentabilité.

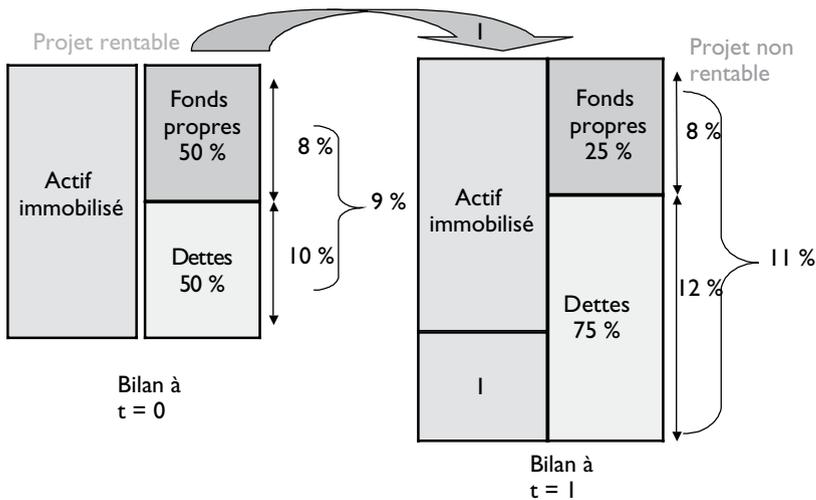


Fig. 8 : Modification du CMPC et de la rentabilité après investissement.

S'il est important, l'investissement influence la structure financière de l'entreprise.

Pour calculer le CMPC, c'est la future structure financière qu'il faut considérer : le coût de la dette peut augmenter lorsque le taux d'endettement de l'entreprise est notablement modifié.

4.3. Liens entre politique d'investissement et politique de financement

Nous venons de mettre en évidence le lien qui existe en entreprise entre la politique de financement et la politique d'investissement.

Concrètement, c'est le coût moyen pondéré du capital, c'est-à-dire, le taux d'actualisation qui est au centre de ces deux politiques (cf. figure 9).

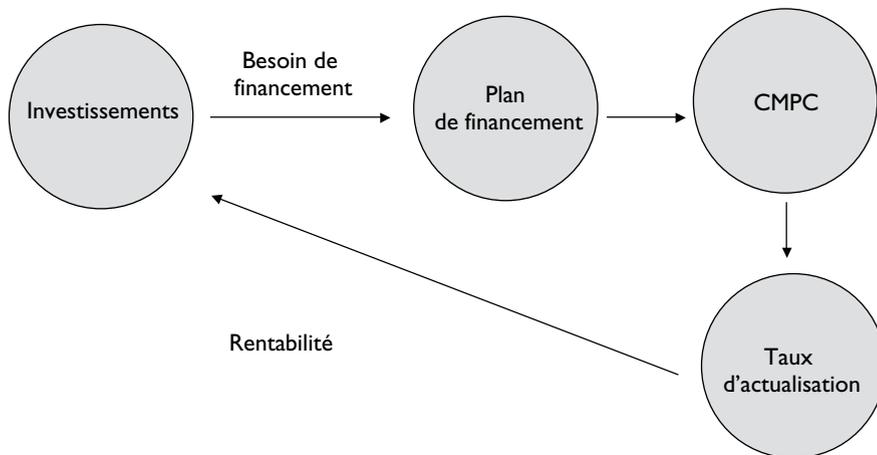


Fig. 9 : Lien entre investissements et financement.

C'est le CMPC (i.e. le taux d'actualisation) qui fait le lien entre la politique de financement et la politique d'investissement (et la politique de distribution des dividendes).

Le coût du capital est un coût futur

Il est important de noter que le coût du capital est un coût futur, tenant compte des capitaux nécessaires pour financer les investissements à venir. Il faut raisonner sur l'ensemble du passif tel qu'il apparaîtra après la réalisation du programme d'investissements.

Le coût du capital est un coût unique à l'intérieur d'un même programme

Le taux doit être le même pour tous les projets d'un même programme d'investissements au cours d'une période donnée. Si une source de financement moins chère que les autres est affectée à un projet déterminé, de manière arbitraire, cette affectation favorise ce projet au détriment des autres.

Nous avons tous les éléments pour comprendre comment le financier va élaborer le plan de financement des investissements de l'entreprise.

5. Principe du capital budgeting et constitution d'un plan de financement

5.1. Capital budgeting

Pour optimiser la répartition des différentes sources de financement disponibles, l'entreprise fait appel à la technique du *capital budgeting* qui consiste à minimiser le coût actualisé des différents modes de financement.

Cette minimisation est faite sous contraintes (ex : contrainte de solvabilité, accords des banques, accès aux crédits spécifiques, accès aux marchés financiers).

La technique du capital budgeting consiste à minimiser la valeur actuelle nette des dépenses associées à chaque catégorie de ressources disponibles.

5.2. Étapes du plan de financement

Le plan de financement est élaboré en suivant trois étapes principales : le recensement des besoins de financement, l'analyse des ressources et la réalisation du plan de financement prévisionnel.

Étape 1 : Recensement des besoins de financement

Quelles sont les ressources financières nécessaires aux opérations présentes ou passées ?

On regarde :

- les investissements complémentaires à des programmes antérieurs et en cours,
- les investissements de renouvellement ou de modernisation,
- le remboursement d'emprunts contractés ultérieurement.

Quelles sont les ressources financières nécessaires aux opérations futures ?

On analyse :

- les dépenses liées directement aux opérations d'investissement,
- les dépenses complémentaires (ex : formation, transport),
- les remboursements des emprunts et des dettes auprès des filiales ou des sous-traitants.

Quels sont les besoins en fonds de roulement supplémentaires (BFR) ?

Étape 2 : Analyse des ressources

- Quelles sont les ressources disponibles en interne (autofinancement, cession d'actifs) ?
- Quelles sont les conditions pour accéder aux ressources externes ?
- Quelles sont les ressources de financement particulières auxquelles on peut prétendre (ex : prêts bonifiés, subventions) ?

Étape 3 : Réalisation du plan de financement prévisionnel

Il s'agit de construire les tableaux emplois-ressources prévisionnels en comblant le besoin de financement mis en évidence par le meilleur panachage possible des différentes ressources financières disponibles.

En particulier, le partage entre capitaux propres et dettes doit tenir compte du ratio d'endettement permanent fixé (ex : ratio dettes moyen et long termes sur capitaux permanents) et de la structure financière optimale qui minimise le coût en capital.

Une bonne politique de financement se traduit par un coût moyen pondéré du capital « optimal » et favorise l'investissement.

6. Le tableau de financement comme indicateur de stratégie – Exemple de politique de financement de grands groupes¹

Le tableau de financement fournit de précieuses informations sur la stratégie suivie par l'entreprise dans le passé.

6.1. Cas Alcatel : le financement par les cessions

Pour Alcatel (télécommunications), les cessions ont constitué la première ressource financière de ces dernières années : 4,8 milliards d'euros de 1998 à 2004, ce qui représente près de 50 % de ces ressources.

Ce nombre important de cessions reflète la stratégie du groupe qui se recentre sur la téléphonie et externalise sa production.

L'argent des cessions a essentiellement permis à l'entreprise de rembourser sa dette (4,9 milliards d'euros).

1. Cet exemple est repris de l'article de Laurent Batsch, « Le tableau de financement : à consommer sans modération », Alternatives économiques, n° 243, Janvier 2006. Voir aussi du même auteur : *Le diagnostic financier*, Éditions Economica (2000).

L'activité d'Alcatel, dégagant un autofinancement de 3,9 milliards (moins de 40 % des ressources), est insuffisante pour financer ses investissements (croissance interne) d'un montant de 5,4 milliards d'euros. L'entreprise fait donc appel aux actionnaires (1,5 milliard d'euros) et aux banquiers.

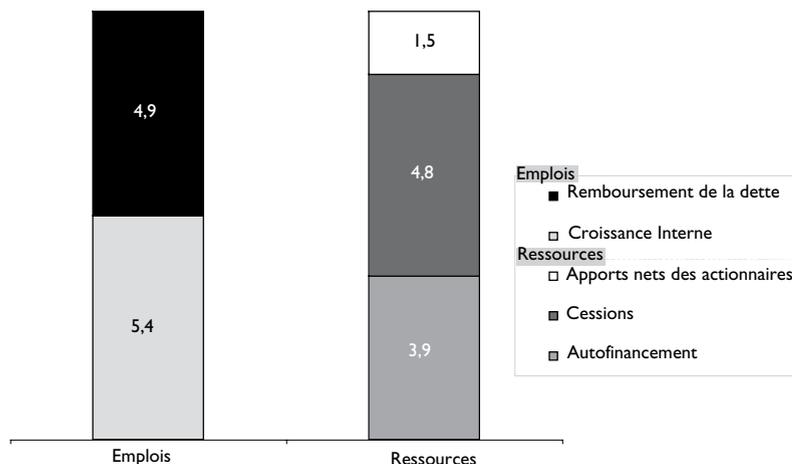


Fig. 10 : Groupe Alcatel – Flux financiers cumulés en milliards d'euros de 1998 à 2004.

Groupe Alcatel : Autofinancement relativement faible et financement par cessions.

6.2. Groupes Carrefour, Danone et Schneider

Les politiques de financement de grands groupes aussi différents que Carrefour (grande distribution), Danone (agroalimentaire) et Schneider (matériel électrique) peuvent être rapprochées car elles présentent des similitudes. Ce sont leurs tableaux de financement de ces dernières années qui le montrent.

Leur autofinancement disponible est si important qu'il permet de couvrir à la fois l'investissement, le remboursement de la dette et de distribuer des dividendes aux actionnaires.

On remarque que l'investissement est relativement faible pour ces trois groupes (50 % des emplois chez Carrefour, 40 % chez Danone, à peine 25 % chez Schneider), alors que la distribution des dividendes est importante (50 % des emplois pour Danone, 37 % pour Schneider).



Fig. 11 : Groupe Carrefour – Flux financiers cumulés en milliards d’euros de 2001 à 2004.

Groupe Carrefour : L'autofinancement représente la totalité des ressources.

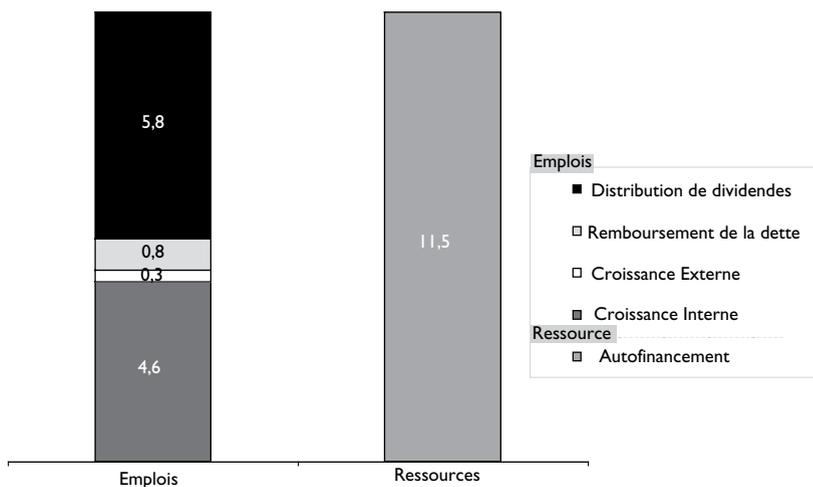


Fig. 12 : Groupe Danone – Flux financiers cumulés en milliards d’euros de 1998 à 2004.

Groupe Danone : Un autofinancement très élevé chez Danone et un investissement faible comparé à la distribution de dividendes.

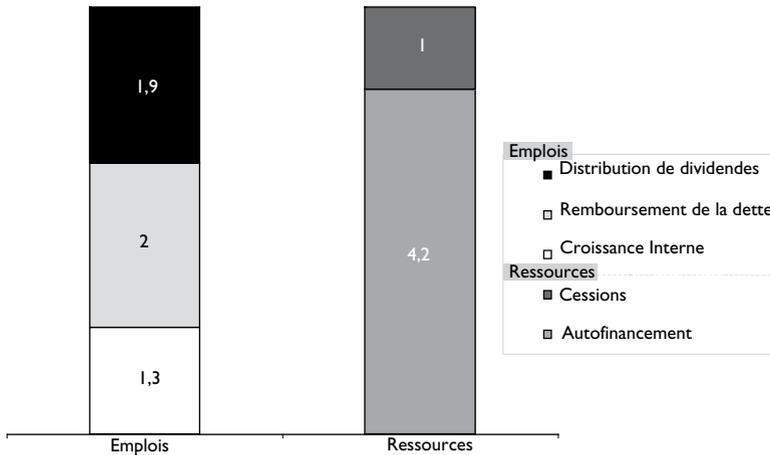


Fig. 13 : Groupe Schneider – Flux financiers cumulés en milliards d’euros de 2001 à 2004.

Groupe Schneider : Un investissement contenu.

6.3. France Télécom

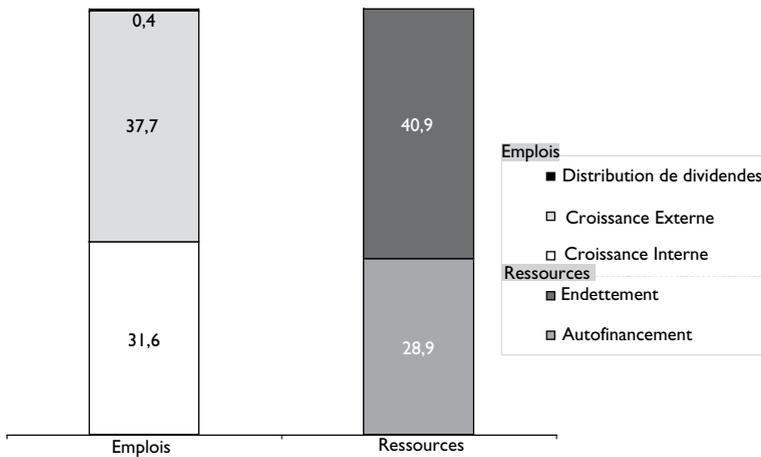


Fig. 14 : Groupe France Télécom – Flux financiers cumulés en milliards d’euros de 1998 à 2001.

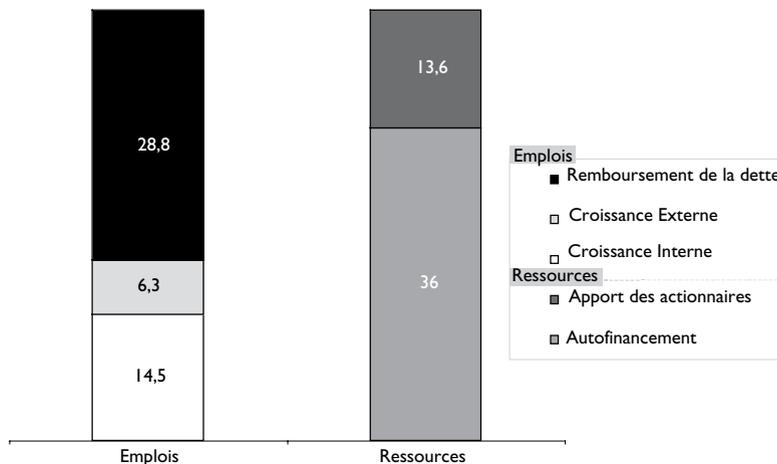


Fig. 15 : Groupe France Télécom – Flux financiers cumulés en milliards d’euros de 2002 à 2004.

France Télécom (FT) est introduite en bourse en 1997. Elle réalise deux principales acquisitions en 2000 : Orange et Mobilcom.

Ces acquisitions sont financées par endettement car :

- l’autofinancement est utilisé pour les investissements (31,6 milliards) (renforcement du réseau, développement de la téléphonie mobile et d’Internet),
- l’augmentation du capital est « interdite » : l’État ne voulait pas perdre le contrôle du groupe.

Ainsi la dette a augmenté d’un montant de 41 milliards d’euros soit près de 60 % des ressources. La bulle Internet éclate (à partir de 2000). FT plonge dans une importante crise financière.

Le changement de cap est opéré avec le nouveau directeur (Thierry Breton). À partir de 2002, la stratégie de FT est de rembourser la dette avec :

- un accroissement de l’autofinancement,
- un freinage de l’investissement (report du lancement de l’UMTS¹)
- une augmentation des fonds propres.

1. Universal Mobile Telecommunications System.

En résumé :

L'analyse des chiffres contenus dans les tableaux de financement est riche d'enseignement quant aux politiques d'investissement, de financement et de distribution de dividendes.

Après avoir analysé le plan de financement d'une entreprise, ce qui relève de la logique *Corporate Financing*, on s'attache à donner les caractéristiques du financement d'un projet autonome (logique *Project Financing*).

Politiques d'investissement, de distribution aux actionnaires et de financement sont intimement liées et constituent la politique générale de l'entreprise.

II. Project Financing : financement d'un projet autonome

L'objectif de ce paragraphe est d'abord de montrer en quoi le *Project Financing* se distingue du financement classique utilisé en entreprise.

Il s'agit ensuite de donner les étapes de l'élaboration du plan de financement qui, dans le cas du *Project Financing* s'appelle le **cas bancaire**. Le paragraphe s'achève sur deux exemples.

1. Qu'est-ce qui caractérise le Project Financing ?

1.1. Un financement de projet basé sur les recettes futures

Le *Project Financing*, mal traduit en français par « financement de projet » alors que l'on devrait plutôt dire « financement sur projet », concerne le montage financier des projets d'investissement autonomes, généralement organisés, comme on l'a vu, en société projet créée spécialement.

La différence fondamentale entre le *Corporate Financing* et le *Project Financing* est le regard porté sur l'investissement par les bailleurs de fonds. Dans le premier cas, ceux-ci se fient à la situation patrimoniale de l'entreprise (vision du passé) tandis que dans le second, ils tablent uniquement sur les revenus futurs escomptés (vision de l'avenir). Par exemple, en simplifiant, avec la logique *Project Financing*, le financement d'une autoroute est uniquement basé sur les péages futurs des automobilistes qui l'empruntent.

Ainsi, pourvu qu'elle soit en mesure de justifier *a priori* la rentabilité de son projet d'investissement, une entreprise de taille modeste peut solliciter des financements

proportionnellement très élevés. Il en est de même pour la société projet qui n'existait pas avant le projet.

Justifier qu'un projet est rentable, c'est montrer que les flux nets de trésorerie attendus sur sa durée de vie permettront de couvrir les sorties de fonds, de rembourser la dette et de rémunérer prêteurs et actionnaires, quelle que soit l'évolution du contexte.

Project Financing : polarisation sur les revenus futurs

1.2. Quels sont les acteurs associés à un montage de type Project Financing ?

Les acteurs concernés en premier lieu sont le promoteur du projet et ceux qui sont susceptibles d'apporter des ressources financières : les bailleurs de fonds.

Ensuite, il y a les partenaires qui apportent des garanties (cf. point 1.4), les dirigeants du pays qui accueille le projet, les fournisseurs, les clients...

Promoteur de projet (ou sponsor)

Le promoteur¹ (ou porteur) de projet est son directeur (ex : directeur de la société projet, responsable de collectivité publique). C'est lui qui sollicite, auprès d'une banque, la mise en place d'un montage financier pour réaliser le projet d'investissement. On l'appelle aussi le *sponsor*.

Bailleurs de fonds

Les bailleurs de fonds (banquiers pour la plupart) sont représentés par une banque que l'on appelle **chef de file** ou **arranger**.

Le rôle de cette banque est celui d'une société d'études qui doit démontrer aux autres partenaires financiers concernés par le projet, que celui-ci est viable sur les plans technique, commercial et financier. Pour cela, elle élabore le cas bancaire associé au projet (voir plus loin).

L'analyse de la viabilité du projet sur les plans technique, commercial et financier est réalisée par la banque chef de file qui réalise le cas bancaire.

La question qui se pose est de savoir qui va supporter les risques inhérents au projet d'investissement ? Est-ce le promoteur du projet ou bien les bailleurs de fonds ?

1. Comme nous l'avons vu au chapitre 1, il peut y avoir plusieurs promoteurs ou directeurs de projet notamment pour les projets publics internationaux (ex : projet spatial européen).

La réponse à cette question varie selon qu'il s'agit d'un montage de financement avec ou sans recours.

1.3. Financement avec recours, financement sans recours

Financement avec recours contre le promoteur de projet (logique Corporate Financing)

Dans ce cas, l'apport de fonds est garanti sur les avoirs de l'emprunteur (ex : actifs physiques ou financiers, capitaux propres, patrimoine). Les risques majeurs associés sont la faillite et la liquidation de l'emprunteur.

On retrouve ici la logique classique de financement basé sur la situation patrimoniale de l'entreprise qui emprunte.

Financement sans recours contre le promoteur du projet (logique Project Financing pure)

Dans ce cas, les bailleurs de fonds misent uniquement sur les flux financiers prévisionnels du projet. Les risques principalement liés à une mauvaise anticipation des flux financiers (ex : mauvaise anticipation des coûts, de la demande, des performances de la technologie, de l'évolution du cadre politique) sont entièrement supportés par les bailleurs de fonds.

Financement mixte

En réalité, le montage du financement d'un projet d'investissement obéit rarement à une logique de *Project Financing* pure basée uniquement sur les revenus espérés. Un recours même limité assis sur le patrimoine du promoteur (ou d'un partenaire) est souvent exigé par la banque chef de file. Les risques sont partagés entre promoteur, partenaires et prêteurs.

Les modalités financement avec recours et financement sans recours peuvent être simultanément utilisées dans les montages financiers (financement mixte basé sur un recours limité).

1.4. Quelles sont les garanties associées à « la part sans recours » du montage financier ?

Sur « la part sans recours » du montage financier d'un projet, les prêteurs cherchent des garanties contractuelles pour assurer le remboursement de la dette si un problème survient lors de l'exploitation (cf. figure 16). La répartition des risques peut se faire selon leur nature (risques techniques, commerciaux ou politiques) ou bien à l'intérieur de chacun d'eux.

Les contrats de garantie peuvent être signés avec :

- des compagnies d'assurance (ex : la COFACE),
- le promoteur du projet (ex : garantie de l'État),
- la maison mère qui apporterait son soutien en cas de difficultés uniquement (« *sleeping partner* »),
- des clients offrant une garantie sur les revenus futurs pendant toute la période d'exploitation.

La garantie apportée par des clients se rencontre notamment pour les investissements de réseau (ex : gazoduc) où un « droit de passage » (« *Throughput Agreement* ») est réservé sur la base d'un prix contractuel. Si pour une raison ou pour une autre, le réseau était hors service, les clients seraient obligés d'assurer quand même au promoteur un revenu.

En ce qui concerne les risques financiers, ils peuvent être limités grâce à des techniques de financement faisant appel au marché financier de gestion des risques (ex : *swap* de devises, *swap* de taux d'intérêt, option) (cf. chapitre 12).

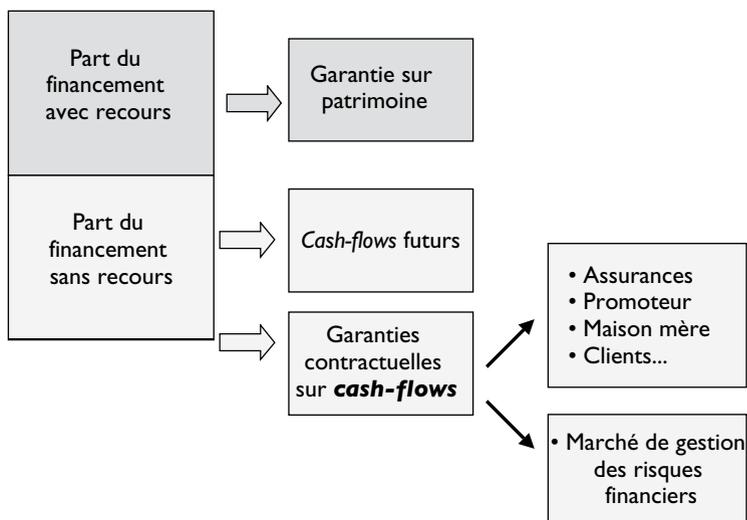


Fig. 16 : Financement mixte et garanties contractuelles sur les *cash-flows* futurs.

Pour se prémunir contre les risques de non-remboursement de la dette, les bailleurs de fonds souscrivent des contrats de garantie auprès de différents partenaires.

2. Élaboration du cas bancaire par la banque chef de file

Le cas bancaire est réalisé par la banque chef de file qui mobilise une équipe pluridisciplinaire. Dans un premier temps la banque étudie la viabilité du projet, puis si celui-ci est jugé viable, elle réalise le montage financier qui est un montage « sur mesure » spécialement mis au point pour le projet étudié.

2.1. Analyse de la viabilité du projet

Il s'agit de vérifier la viabilité technique, commerciale et financière du projet compte tenu des risques encourus. Les marges doivent être suffisamment importantes pour couvrir les aléas.

Cette étude détaillée est, à peu de choses près celle que nous avons décrite aux chapitres 2 et 3 en partie I : à savoir l'élaboration des grilles d'information, l'analyse des risques et la constitution du *Business plan*.

La seule différence est liée à la vision adoptée pour constituer le *Business plan* : **la vision financière s'impose** car, ce qui importe pour les bailleurs de fonds, c'est avant tout l'aptitude du projet à rembourser la dette et à rémunérer le capital (intérêt sur la dette et le cas échéant, dividendes pour les actionnaires).

Il convient de bien mettre en avant, la trésorerie de la société projet en considérant, en temps réels, tous les flux financiers, y compris les intérêts bancaires et le paiement des dividendes.

2.2. Élaboration du plan de financement

L'élaboration du plan de financement d'un projet autonome comprend trois étapes principales qui sont réalisées de manière simultanée :

1. la recherche de partenaires financiers pour enrichir la courbe d'offre,
2. le partage des risques entre les différents partenaires et la recherche de garanties sur les *cash-flows* futurs,
3. la recherche d'un coût moyen pondéré du capital minimal.

Recherche de partenaires financiers pour enrichir la courbe d'offre

Nous listons les principaux partenaires financiers susceptibles d'apporter des ressources au projet. Certains d'entre eux, apportent en même temps au projet une garantie patrimoniale, notée GP (par exemple en devenant actionnaires de la société projet) :

- Banques,
- Entreprises d'investissement (GP),

- Particuliers *via* les marchés financiers (GP),
- Investisseurs étrangers (GP),
- Clients du projet en aval (GP),
- Fournisseurs du projet en amont (GP),
- Établissements de crédit à l'exportation,
- Sociétés de *leasing*,
- Institutions financières internationales (ex : Banque mondiale).

Partage des risques entre les différents partenaires et la recherche de garanties sur les cash-flows futurs

Pour ne pas supporter tous les risques, la banque chef de file fixe un seuil minimal de financement avec recours (40 % par exemple) et recherche des partenaires pour avoir des garanties contractuelles sur les *cash-flows* futurs.

Recherche d'un coût moyen pondéré du capital minimal

Il s'agit de minimiser le coût moyen pondéré du capital de la société projet, en choisissant le meilleur panachage entre les différentes sources de financement envisageables (ex : capitaux propres, obligations convertibles, prêts bancaires, *commercial paper*¹, crédit-bail, crédit à l'export).

L'optimisation est difficile et nécessite plusieurs itérations successives.

Comme nous l'avons déjà souligné, le montage financier doit être dynamique : il évolue au cours du temps en fonction du contexte et des risques encourus.

Le cas bancaire est élaboré par une équipe pluridisciplinaire et est réalisé une seule fois, sur mesure pour l'investissement à financer. L'analyse de la viabilité du projet est faite à partir des grilles d'information.

1. Cf. chapitre 12.

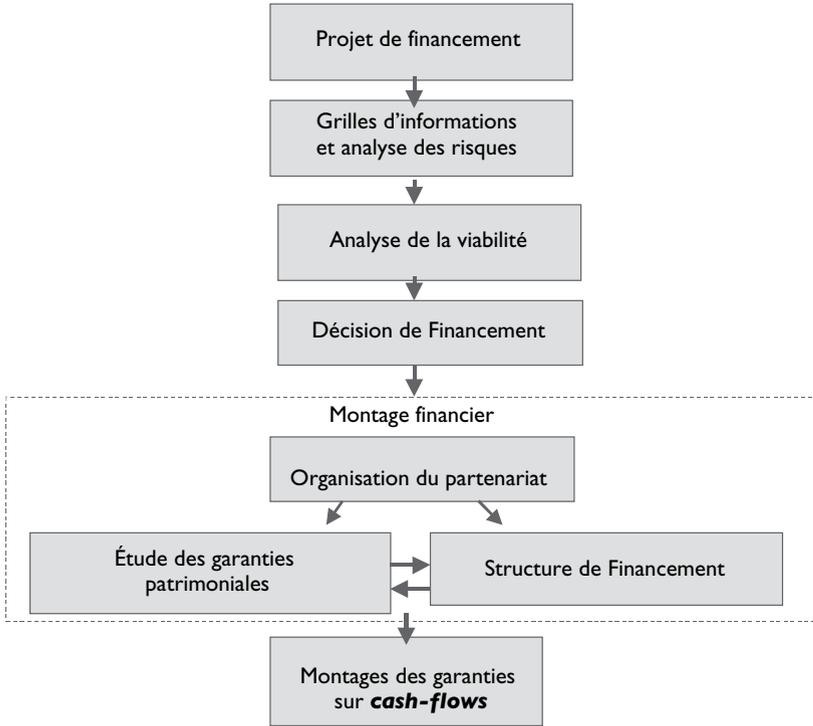


Fig. 17 : Cas bancaire.

3. Domaines d'application du Project Financing – Avantages pour l'État et les collectivités locales

3.1. Domaines d'application

Mobilisation de fonds importants

La logique du *Project Financing* est adaptée aux financements très lourds (pouvant dépasser un milliard de dollars).

Technique largement répandue

Apparue en Amérique du Nord, il y a une cinquantaine d'années, elle s'est largement diffusée dans le monde entier (Nouveaux pays industrialisés¹, Pays en

1. NPI.

développement¹, Europe) et touche de nombreux secteurs d'activités (ex : exploitation des ressources naturelles, développement d'infrastructures, transports maritime, aérien, lancement de satellites de télécommunications, construction de fermes éoliennes, de gazoduc, projets environnementaux) (cf. figure 18).

Elle a même été généralisée pour le financement de projets plus modestes comme ceux qui ont trait à l'électrification rurale décentralisée dans les PED². Dans ce cas, les projets sont regroupés en programme.

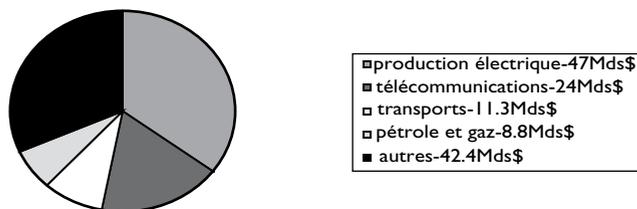


Fig. 18 : Répartition mondiale (2001 en Mds\$) des principaux secteurs donnant lieu à la logique *Project Financing*³.

3.2. Avantages pour l'État et les collectivités locales

Comme nous l'avons mentionné dans l'introduction de cette troisième partie, le *Project Financing* permet de financer des investissements publics que l'État (ou autre institution publique) ne pourrait pas assumer seul.

Dans ce cas, le *Project Financing* prend parfois la forme d'un *BOT* (*Build – Operate – Transfer*) permettant à des sociétés privées (ex : promoteur) d'obtenir la concession d'un service public (ex : réseau d'eau potable) ou d'une infrastructure (ex : pont à péage comme le Viaduc de Millau).

Accordée par une instance publique, la concession permet à des investisseurs privés de construire (*Build*) et d'exploiter (*Operate*) pendant une période déterminée (durée de la concession), un service public ou une grosse infrastructure à condition de transférer (*Transfer*) le projet à l'instance publique sans indemnisation.

4. Exemples de montage financier du type *Project Financing*

Nous illustrons la technique du *Project Financing* avec deux cas, l'un dans un secteur de haute technologie (les satellites de communications), l'autre dans le secteur de l'énergie (financement d'un programme de développement de fermes éoliennes).

1. PED.

2. cf. O. de Gouvello et Y. Maigne (2000).

3. D'après les données figurant dans Y. Simon et D. Lautier (2005).

4.1. Sociétés projets pour les satellites de communications

Les investissements nécessaires au lancement de satellites de communications et à l'infrastructure permettant de les exploiter sont très lourds, et entrent difficilement dans une logique de *Corporate Financing*. Chaque projet comportant un ou plusieurs satellite(s) est traité de manière autonome. Au vu de l'investissement à réaliser, le risque financier est très élevé, ce qui entraîne des logiques de recours fort ou des logiques de retour sur investissement rapide (ex : situation de monopole, demande très importante).

Les trois exemples illustrés dans le tableau ci-après montrent différentes logiques :

- Pour Eutelsat, initialement il s'agit d'une logique de décideurs publics créant une organisation intergouvernementale avec financements publics (recours fort). Ensuite, nous assistons à un *swap* vers une logique de décideurs privés avec recours faible par la transformation en société anonyme en 2001. Depuis 2001, chaque projet est analysé sous forme de *Project Financing*, les investisseurs se basant sur les flux financiers futurs (marge d'*EBITDA*¹ de 77 %). Cette logique se concrétise par le désengagement progressif des partenaires publics qui sont remplacés par des investisseurs privés comme des grands fonds de pension et d'investissement anglo-saxons.
- Pour SES², la logique a toujours été une logique de décideurs privés avec recours moyen car la société est possédée au tiers par l'État luxembourgeois. Ici aussi, les flux financiers sont très importants puisque la marge d'*EBITDA* est de 72 %.
- Un troisième exemple montre la notion de PPP (Partenariat public privé)³. C'est le projet Galileo, le futur concurrent du *GPS (Global Positioning System)* américain. Les fonds publics (en l'occurrence l'Europe) financent partiellement et ont octroyé une concession à un consortium privé, principalement représenté par la société Galileo Industries, afin de mettre en place et d'exploiter le système. Le consortium espère se rémunérer dans le futur grâce aux flux financiers extrêmement importants que générera l'exploitation du système et surtout grâce à toutes les applications dérivées (comme la géolocalisation des terminaux mobiles par exemple). Nous sommes donc dans une logique de décideurs publics avec recours moyen car seul un tiers de l'investissement sera couvert par des fonds publics.

1. Marge d'*EBITDA* = *EBITDA*/CA.

2. Société européenne de satellites.

3. Voir A. M. Toledo et P. Lignières (2002) pour la définition juridique du PPP.

Tableau 15 – Les différentes logiques de financement des projets de satellites de communications

Nom de la société	Fonction principale des satellites	Nombre approximatif de satellites	Date fondation	Logique	Partenaires	Investissement (CAPEX en M€)	CA annuel (M€)	EBIDTA annuel (M€)
Eutelsat ¹	Location de bande passante	22	1977	Initialement organisation intergouvernementale. Depuis 2001, société privée.	Initialement : Etats européens à travers de leurs opérateurs Télécom historiques (France Telecom, Deutsche Telekom, British Telecom, Telefonica...) Maintenant, seuls British Telecom, Belgacom et Telekom Polska restent actionnaires (BT veut vendre), l'actionnariat principal est constitué par des fonds d'investissement (l'américain TPG) ou de pension anglo-saxons.	150 en moyenne/an	750	580
SES ²	Diffusion TV	10	1985	Logique privée (même si SES est possédée à hauteur de 33 % par l'Etat luxembourgeois)	Fonds d'investissement (ex : General Electric Capital), Entreprises de Télécom (ex : Loral) Etat du Luxembourg (en direct ou via des banques contrôlées par l'Etat)	350 en moyenne/an	1250	900
Galileo Industries ³	Système de localisation géographique	27 (lancement entre 2006 et 2012)	2005	Concession via un Partenariat public privé	Investissements portés au 1/3 par l'Europe et au 2/3 par le consortium commun aux 2 groupements : – EADS ⁴ /Thales/Inmarsat et – Alcatel/Finmeccanica Regroupés principalement dans Galileo Industries	3500 entre 2006 et 2012		

1. Consulter <http://www.eutelsat-communications.com>
2. Voir <http://www.ses-global.com>
3. Cf. <http://www.galileo-industries.net>
4. *European Aeronautic Defence and Space Company*

4.2. Montage financier pour un programme éolien¹

Dans le cadre de sa politique de développement des énergies renouvelables, le Portugal favorise l'installation de parcs éoliens en obligeant la société d'électricité nationale (Électricité du Portugal) à acheter l'électricité éolienne produite à un prix fixé de manière institutionnelle.

La société Generg détenue à 57,5 % par la société Lusenerg et à 42,5 % par la société Tractebel (Groupe Suez) a été créée dans l'objectif de construire et d'exploiter des installations de production d'électricité à base de ressources renouvelables.

Sur la période allant de 2004 à 2007, elle a lancé un programme de développement d'un portefeuille de projets éoliens. Il s'agit de vingt-deux parcs d'une capacité totale de 442 Mégawatt (MW) principalement localisés dans le centre du pays.

Aujourd'hui (mai 2006), 185 MW sont en production. La mise en service de l'ensemble du projet est prévue pour 2007.

Le montant de l'investissement total s'élève à environ 480 millions d'euros. Il est entièrement financé selon la logique de *Project Financing*, ce qui n'aurait pas été possible pour le financement des projets pris séparément puisqu'un montage de ce type coûte cher et prend beaucoup de temps (1 an pour le montage du financement du programme).

La banque chef de file est la Banque européenne d'investissement (BEI). Elle est associée à un consortium de banques espagnoles et portugaise qu'elle finance (*Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Caja Madrid et Banco BPI*).

Le montage financier est principalement assuré par les quatre banques (452 millions d'euros), le reste étant financé par fonds propres (dont 11 millions d'euros de la part d'Electrabel).

Notons que la revue *Project Finance Magazine* a décerné à ce montage financier le prix du meilleur financement de projet dans la catégorie des énergies renouvelables (mars 2006).

1. Cf. <http://www.suez.com/finance/french/actualites/>

Conclusion

Que ce soit dans la logique *Corporate Financing* ou bien *Project Financing*, l'élaboration d'un plan de financement est toujours basé sur la technique du *capital budgeting* consistant à minimiser le coût en capital. Cela a un impact direct sur la rentabilité des investissements puisque c'est le coût en capital qui fixe la valeur du taux d'actualisation de l'entreprise ou de la société projet.

Politique d'investissement et politique de financement sont donc intimement liées, comme le résume la figure ci-dessous.

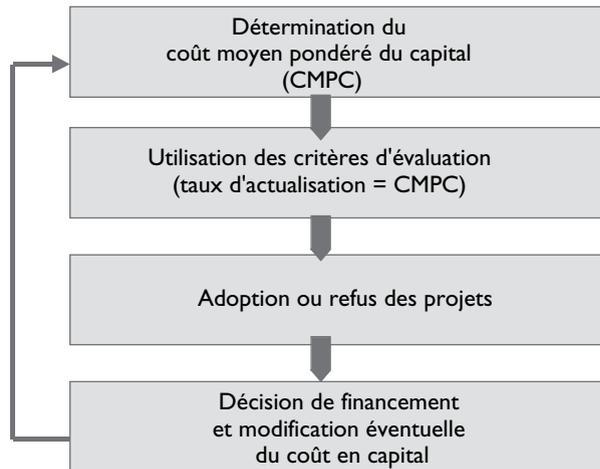


Fig. 19 : Schéma d'investissement – Élaboration d'un plan de financement.

Bibliographie de référence

BATSCH L., « Le tableau de financement à consommer sans modération », *Alternatives économiques*, n° 243, janvier 2006.

COHEN E., *Analyse financière*, 5^e édition, Gestion, Économica, 2004.

DE GOUELLOO Ch., MAIGNE Y., Ouvrage collectif (sous la direction de), *L'électrification rurale décentralisée : une chance pour les hommes, des techniques pour la planète* – Guide technique – Systèmes solaires, décembre 2000.

MARGERIN J. et AUSSET G., *Choix des investissements – Présélection, choix, contrôle*, 3^e édition, Éditions SEDIFOR, 1987.

PLUCHARD J.-J., *L'ingénierie financière de projet*, Éditions d'Organisation, 2000.

POIX M., *Cours du Magistère Banque finance assurance (BFA)*, Université Paris-Dauphine, 2005.

Pour en savoir plus

ALBOUY M., *Décisions Financières et Création de Valeur*, 2^e édition, Économica, 2003.

BATSCH L., *Le diagnostic financier*, 3^e édition, Collection Gestion Poche, Éditions Économica, 2000.

FORGET G. *Financement et rentabilité des investissements, Maximiser les revenus des investissements*, Les mémentos finance, Éditions d'Organisation, 2005.

NEVITT P.K., FRANK J. et FABOZZI, *Project Financing*, Seventh Edition, Euro-money Books,, 2000.

TOLEDO A.-M. et LIGNIERES P., *Le financement de projet*, Joly, 2002

Sites Internet

<http://www.eutelsat-communications.com>

<http://www.ses-global.com>

<http://www.galileo-industries.net>

<http://www.suez.com/finance/french/actualites/>