

**MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE**

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

Pôle Universitaire de Koléa

**Mémoire de fin d'études en vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences
Financières et Comptabilité**

Spécialité : FINANCE D'ENTREPRISE

THEME :

Etude comparative entre le financement classique et le project finance

Elaboré par :

MIHOUBI Siham

TAKOUCHE Ikram

Encadreur : P^f GLIZ Abdelkader

Lieu du stage : le complexe agroalimentaire, CEVITAL Bejaia

Sharikat Kahraba Hadjrat Ennouis

Période du stage : du 20/02/2020 au 20/03/2020

2019/2020

Remerciements

*Nous tenons d'abord à remercier Dieu le tout puissant de nous
avoir donné la volonté et le courage pour réaliser ce travail.*

*Nous tenons à remercier notre encadreur Pr Gliz Abdelkader
pour ses efforts et ses précieux conseils tout au long de notre
travail.*

*Nous remercions vivement Mr Guemache Abdelkader , de nous avoir
orientés durant notre stage pratique au niveau de l'entreprise
CEVITAL.*

*Nous adressons également nos remerciements les plus profonds à
nos enseignants qui nous ont enseigné tout au long de notre
cursus universitaire.*

*Nos vifs remerciements s'adressent aux membres de jury qui ont
accepté d'examiner notre travail.*

*Enfin, nous remercions toute personne ayant contribué de près
ou de loin à la réalisation de ce travail.*

Dédicaces

Je dédie ce modeste travail :

A mes très chers parents « Rachid » et « Mebarka » qui ont toujours été là pour

*moi, et qui m'ont donné un magnifique modèle de labeur et de
persévérance, de la tendresse, de l'amour et de la force dont je
suis fière et reconnaissante d'avoir comme parents, et que Dieu
les protègent et leurs prêtent tous une longue et heureuse vie,*

pour vous :

Mes très chers et irremplaçables.

A mes très chers frères « Nassim » et « Yanis ».

*Pour leurs soutiens, leurs aides et surtout pour leurs amours, qui
m'ont toujours encouragés et souhaités la réussite*

Je vous dis merci beaucoup mes chers

*Toute ma reconnaissance va vers, ma famille, mes cousines et
mes cousins.*

A mes chères amies « Imen » « Kheira » « Mina » et « Nesrine »

A ma cre binôme Ikram

A toute ma promotion ; enseignantes et étudiantes

*Qui me sont très chers et qui m'ont aidé de près et de loin à
réaliser ce travail*

A Toute la promotion finance d'entreprise

2020

Merci à tous

SIHAM

Remerciements

Tout d'abord, louange à Dieu le tout puissant, qui nous a données le courage et la volonté pour réaliser ce travail.

Je tiens à exprimer ma gratitude la plus sincère envers tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce modeste travail,

Je tiens à remercier infiniment mon encadreur Mr Abdelkader GLIZ pour ses conseils son écoute et sa sagesse. Je tiens de le remercier aussi pour ses orientations qui m'ont donné une valeur ajoutée tout au long la réalisation de ce travail.

Enfin, je remercie Tout le personnel de la société SKH particulièrement : Mr « Bouzanboua » directeur de la société SKH pour sa sympathie et Mr « Allouche » pour son accueil.

Ikrām

Dédicaces

*A mes très chers parents « Nacer » et « Aïcha »,
Pour tout ce qu'ils ont fait pour moi, pour leur motivation et leur prière tout au
long de mes études que Dieu vous protège.*

*A mes tantes « Ghania » et « Rabia »,
Je vous remercie pour votre soutien et encouragements tout au long de mon
parcours universitaire.*

*A tous mes oncles particulièrement « Rachid », son épouse « Houda » ainsi que
leurs enfants : « Nidhal », « Ihcen », « Meriem » et « Ziad »,
Je vous remercie pour votre amour, aide et motivation.*

*A ma chère binôme « Siham »,
Pour sa sagesse et sympathie.*

A mes chères amis : Ikram ; Yousra; Manel ; Sara, Hichem.

A tous ceux qui, par un mot, m'ont donné le courage d'aller de l'avant ...

Ikram

Résumé

Notre travail de recherche porte sur une étude comparative entre les différents modes de financement des projets d'investissement. En les classifiant en deux grandes classes :

La première classe contient les modalités classiques de financement qui englobe : l'emprunt bancaire, le crédit-bail et l'emprunt obligataire. Ces sources financières ont comme principales caractéristiques : le recours des créanciers à l'entreprise en cas de non-remboursement de leurs prêts, le risque est assumé par le prêteur. Et la deuxième classe contient le project finance qui est une nouvelle technique de financement des grands projets d'investissement comme les infrastructures, les mines, la construction et l'exploitation des centrales d'énergies,...etc. Cette alternative de financement est assurée par un pool bancaire (consortium), caractérisée par le non recours ou bien le recours limité aux actionnaires en cas d'échec de projet et un partage de risque entre les intervenants.

Mots clés : crédit bancaire, crédit-bail, emprunt obligataire, project finance.

Summary

Our research work focuses on a comparative study between the different modes of financing investment projects. By classifying them into two main classes:

The first class contains the classic financing modalities, which encompasses bank loan, leasing and bond loan. These financial sources have as main characteristics: the recourse of creditors to the company in the event of non-repayment of their loans, the risk is assumed by the lender. In addition, the second class contains project finance that is a new technique for financing large investment projects such as infrastructure, mines, construction and operation of power plants, etc. This financing alternative is provided by a banking pool (consortium), characterized by non-recourse or limited recourse to shareholders in the event of a project failure and risk sharing between stakeholders.

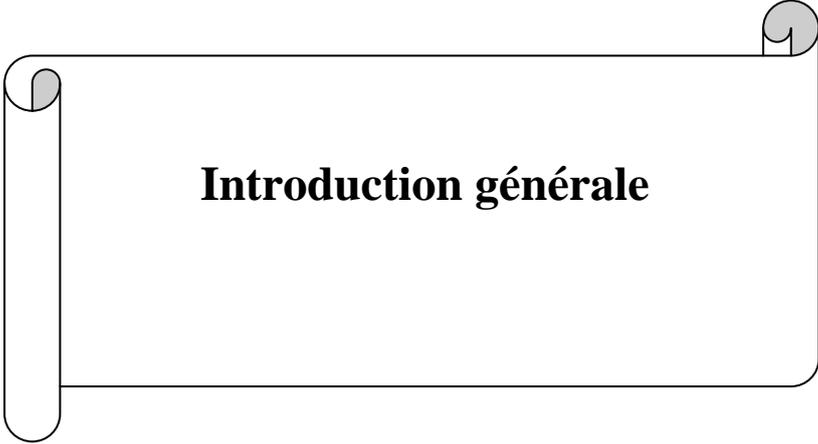
Keys words: bank loan, leasing, bond loan, risk, project finance,

Liste des tableaux

N° du tableau	Titre du tableau	Page du tableau
01	Le tableau des cash-flows	03
02	le calcul de la CAF	05
03	les intervenants de l'opération de Crédit-bail	13
04	Les caractéristiques de l'opération de leasing	14
05	le crédit-bail national – le crédit-bail international	17
06	Les avantages et les inconvénients du « Project Finance ».	38
07	Avantages et inconvénients de l'EPC	44
08	La structure financière de projet de la raffinerie de sucre 3000T/J	65
09	La valeur nominale et le prix d'émission de l'emprunt obligataire	62
10	la structure financière des fonds propres du projet.	64
11	Le pool bancaire – financement SKH	65
12	Les tirages de la société de projet SKH en USD	70
13	Les frais relatifs à l'emprunt obligataire de CEVITAL	71
14	Les frais de la dette du projet SKH	72
15	Rendement des fonds propres (ROE)	73
16	Autonomie financière	73
17	les garanties exigées pour le projet SKH	81
18	Le tableau comparatif synthétique des modes de financement	83

Liste des figures

N° de la figure	Titre de la figure	Page de la figure
01	les modalités de financement	04
02	Schéma d'une opération de crédit-bail	13
03	La cession bail	17
04	Le crédit-bail adossé	18
05	le processus d'émission d'un emprunt obligataire	21
06	Degré de privatisation en fonction du montage utilisé	33
07	Comparaison des profils de cash-flows entre les trois types de projets	34
08	Les principaux intervenants et les différents contrats conclus dans une opération de « Project Finance »	37
09	La cascade des cash-flows en project finance	54
10	Schéma organisationnel du projet SKH	63
11	Droite de marché des titres (SML)	74
12	La séniorité de la dette par apport au fonds propres	82



Introduction générale

Introduction générale

Dans son processus de développement, l'entreprise cherche à maximiser son profit quel que soit son secteur d'activité (agriculture, industrie ou service). Elle investit dans des idées nouvelles et de nouvelles installations, qui vont renforcer la croissance économique du pays et la prospérité du peuple d'où l'importance de la décision d'investissement.

En effet, la décision d'investissement est essentielle à la pérennité et à la croissance de l'entreprise, elle doit faire l'objet d'une analyse préalable, exhaustive, rigoureuse et efficace dont dépend la réussite ou l'échec d'un projet d'investissement.

Pour réaliser un projet d'investissement, il est nécessaire de faire appel à des ressources de financement qui s'avèrent indispensables pour assurer la couverture de ses dépenses, ainsi qu'à des méthodes et des outils d'aide à la décision fondée sur l'application des techniques quantitatives et qualitatives.

A cet effet, une entreprise peut financer ses investissements par autofinancement, sans faire appel à des capitaux extérieurs. Cette solution présente pour l'entreprise l'avantage de la rendre indépendante des tiers, mais elle a pour inconvénient majeur de limiter l'entreprise dans ses possibilités d'investissement.

Pour cela, le recours au financement bancaire représente la source de financement la plus couramment utilisée car elle est souvent le moyen de financement pour la quasi-totalité des entreprises.

Cependant, il faut reconnaître que le mode de financement par crédit bancaire présente des inconvénients pour l'entreprise qui la rend tributaire des aléas de la distribution du crédit (montant, coût, délais, etc.) et de la politique arrêtée par son banquier (choix des risques, garanties, etc.).

D'où la nécessité à faire appel à d'autres ressources de financement plus innovantes tels que : le leasing ou crédit-bail et l'emprunt obligataire. En d'autres termes, la transition d'une culture bancaire vers une culture de marché afin de faire du financement direct un moyen privilégié de financement de l'économie.

Le choix de mode de financement est déterminé par plusieurs critères dont l'entreprise doit tenir compte comme :

- Le coût de chaque mode de financement ;
- La limitation de l'indépendance de l'entreprise face aux banques et établissements financiers;
- La solvabilité de l'entreprise: un endettement trop lourd peut mettre l'entreprise en danger.

Avec l'apparition des mégaprojets comme des centrales électriques, des infrastructures et des stations de dessalement d'eau de mer, qui demandent des fonds très importants pour les réaliser, un nouveau mode de financement des projets d'investissement est apparu, à savoir le project finance.

Introduction générale

Le project finance est un mode de financement sans recours, ou à recours limité. Il est motivé par le désir des promoteurs d'exclure ou de limiter les risques au-delà de l'investissement à ce que l'opération ne pèse pas sur leurs propres patrimoines. Il est utilisé avec succès dans les économies développées et émergentes.

Ce mode de financement nécessite une analyse approfondie des risques potentiels du projet; qui devrait être réparti entre les différents participants, une structure contractuelle rigide et une étude visant à déterminer le niveau de la dette que le projet peut prendre en charge.

Dans le cadre de la stratégie de financement des grands projets par la technique dite « Project Finance », l'Algérie s'est investi dans un vaste programme de réalisation de projets d'envergure, en collaboration avec les investisseurs étrangers (IDE) et locaux afin de soulager le budget de l'État (c'est le cas des projets EPC).

En Algérie, la problématique du financement des grands projets renvoie nécessairement à l'état d'avancement de la réforme du système financier et bancaire. Cette réforme s'impose comme une nécessité incontournable aujourd'hui compte tenu de l'exigence d'une forte capacité de mobilisation de fonds indispensables au financement des nouveaux projets.

A travers un développement théorique et une étude pratique, nous tenterons de montrer l'intérêt des différents modes de financement permettant de répondre à la problématique suivante : **Dans quelles situations utilise-t-on ces différents modes de financement ?**

Pour répondre à notre problématique principale, nous allons essayer de répondre aux interrogations intermédiaires suivantes et auxquelles nous nous efforcerons de répondre tout au long de ce travail :

- Quels sont les différentes possibilités de financements d'un projet d'investissement ?
- Quelles sont les caractéristiques de chaque type de financement ?
- Quelles sont les risques liés à chaque type de financement ?
- Quelles sont les avantages et les inconvénients de chaque type de financement ?

Pour donner des réponses préliminaires aux questions ci-dessus posées, nous nous sommes appuyés sur les hypothèses suivantes :

Introduction générale

-pour financer ses projets d'investissement l'entreprise a plusieurs possibilités comme : le crédit bancaire, le crédit-bail, l'emprunt obligataire, augmentation ou l'ouverture de capital, le project finance, ...

-Nous allons prendre quatre modalités de financement d'un projet d'investissement :

- Le crédit bancaire qui est caractérisé par un montant, un taux, une durée, une modalité de remboursement, ...
- Le crédit-bail qui est caractérisé par un montant, un loyer, une option d'achat, une valeur résiduelle, ...
- L'emprunt obligataire qui est caractérisé par la valeur nominale, le prix d'émission, le rendement effectif, ...
- Le project finance qui est caractérisé par un montant élevé de la dette, contient une structure contractuelle et juridique complexe, les prêteurs sont remboursés à partir des cash-flows générés par le projet ...

-chaque modalité de financement d'un projet d'investissement contient un certain nombre de risques dont l'investisseur doit connaître :

- Pour un crédit bancaire, ces risques sont : le risque de taux, le risque de change, le risque de non remboursement, ...
- Pour un crédit-bail, ces risques sont : le risque technologique, la possibilité de supporter un coût de transaction élevé par le bailleur, le risque de tomber sur un bien spécifique, ...
- Pour l'emprunt obligataire, ces risques sont : le risque de taux, le risque de change, le risque politique, le risque d'inflation, ...
- Pour le project finance, ces risques sont : le risque de taux, le risque technologique, le risque de surcoût, le risque de performance, ...

-Chaque type de financement contient ses propres avantages et inconvénients sur lesquelles l'investisseur prend la décision de financement de son projet

- Pour le crédit bancaire, c'est un mode de financement qui a un taux d'intérêt aux autres modalités de financement, mais de l'autre côté demande un apport initial de financement important.
- Pour le crédit-bail, c'est un mode de financement qui finance la totalité de bien à acquérir, mais de l'autre côté le preneur ne dispose pas la propriété juridique de bien.

Introduction générale

- Pour l'emprunt obligataire, c'est un mode de financement qui donne à l'investisseur la liberté d'utilisation des fonds empruntés, mais le prêteur fait face au risque de signature dans le cas où l'entreprise fait faillite.
- Pour le project finance, c'est un mode de financement qui limite la responsabilité des sponsors aux montants des capitaux apportés, mais de l'autre côté les risques assumés peuvent conduire à coûter trop cher.

L'objectif de notre recherche est de faire ressortir la différence entre les modes de financement disponibles pour les projets d'investissement.

Nous avons adopté dans ce travail une partie théorique, élaboré sur la base d'une revue bibliographique utilisant des ouvrages, articles et documents, mémoires, ... et une partie empirique sur la base des documents internes du SKH et de la raffinerie de sucre CEVITAL Bejaia.

Méthodologie :

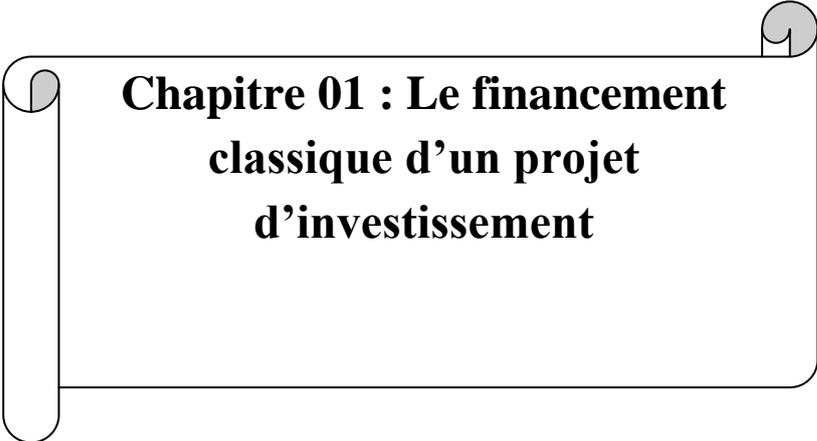
Pour réaliser notre recherche, nous avons utilisé une méthode descriptive et analytique.

Méthode descriptive : elle nous a permis de décrire les données avec un maximum de carté.

Méthode comparative : elle nous a permis d'effectuer une comparaison entre le financement classique (crédit bancaire, crédit-bail, emprunt obligataire) et le Project finance.

Importance de travail :

Toute entreprise a toujours une perspective de croissance et de pérennité. Pour se faire, elle réalise une multitude de projets d'investissement. Cependant, un investissement important ne peut pas toujours être financé exclusivement par des fonds propres. De ce fait, L'entreprise doit souvent recourir à d'autres sources de financement externes (crédit bancaire, crédit-bail, emprunt obligataire et project finance). Tous ces modes de financement ont un coût supplémentaire pour l'entreprise, ce qui fait le choix de l'un parmi eux a alors une incidence sur les flux de trésorerie et sur la rentabilité économique du projet. D'où découle l'importance de notre thème.



**Chapitre 01 : Le financement
classique d'un projet
d'investissement**

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

Introduction du premier chapitre

La continuité et la croissance de toute entreprise suppose l'amélioration et le développement de ses moyens de production et de commercialisation, ce qui exige la réalisation des investissements plus ou moins importants et sur tous les plans ; technique, commercial, financier, humain, ... Il est admis qu'à chaque fois que l'entreprise décide d'augmenter son capital productif, c'est de l'investissement dont il s'agit.

Pour se faire, l'entreprise a besoin de capitaux très importants et qui ne peuvent être, le plus souvent, supportés qu'en partie par son autofinancement qui est généralement d'un montant limité. Par conséquent, elle recourt au financement par endettement qui est le complément indispensable du financement par capitaux propres.

Cependant les entreprises disposent de plusieurs instruments financiers. Ces modes de financement offrent une multitude d'avantages et bien entendu des inconvénients, parmi ces instruments : «le crédit bancaire classique », «le crédit-bail» et l'emprunt obligataire.

Ce qui nous amène à effectuer une étude comparative de ces différents modes de financement, en présentant les caractéristiques de chacun, les intervenants, les avantages et inconvénients.

Dans ce présent chapitre notre plan de travail sera divisé en quatre sections suivantes :

Section 01 : généralités et notions de base sur l'investissement.

Section 02 : l'emprunt bancaire.

Section 03 : le crédit-bail.

Section 04 : l'emprunt obligataire.

Section 01 : Généralités et notions de base sur l'investissement

1.1 La définition de l'investissement

La notion d'investissement a plusieurs définitions suite au point de vue adopté, ce qu'on va présenter ci-dessous :

Selon les économistes : «L'investissement est tout sacrifice des ressources fait aujourd'hui, dans l'espoir d'obtenir dans le futur, des résultats, certes, étalés dans le temps mais d'un montant total supérieur à la dépense initiale ». ¹

Selon les comptables : l'investissement est « Constitué de tout bien meuble ou immeubles, corporel (terrain, bâtiment, usine, machine, matériel, ...) ou incorporel (concession, brevet, fonds commercial, marque déposée, logiciel, ...), acquis ou créé par l'entreprise, destiné à rester durablement sous la même forme dans l'entreprise ». ² Donc suite à cette définition on déduit que l'investissement représente l'actif de l'entreprise.

Selon les gestionnaires : les gestionnaires quant à eux considèrent l'investissement comme un coût pour l'entreprise susceptible de générer des flux nets positifs. SIMON & TRABELSI ont défini l'investissement comme « une conception plus large car elle prend en considération certaines charges d'exploitation (Frais de démarrage, publicité, formation, recherche...) ». ³

Selon les financiers : Pour les financiers, l'investissement est l'engagement durable de capital réalisé en vue de dégager des flux financiers que l'on espère positifs dans le temps.

Autrement dit, pour une entreprise investir c'est « mettre en œuvre aujourd'hui des moyens financiers pour, à travers des activités de production et de vente, générer des ressources financières sur plusieurs périodes ultérieures ». ⁴

D'après les définitions ci-dessus, on peut résumer la définition de concept de l'investissement, comme une décision de dépense qui conduit à l'acquisition d'un actif en vue de l'obtention des flux de liquidités ultérieurs supérieurs à la dépense initiale et ayant pour but d'accroître la richesse des propriétaires de l'entreprise.

1.2 Les caractéristiques financières d'un projet d'investissement

Pour effectuer une étude détaillée d'un projet d'investissement, on doit tout d'abord savoir ses principales caractéristiques.

1.2.1 La dépense d'investissement (ou le capital investi) : C'est la dépense que doit supporter l'entreprise pour réaliser le projet. Le capital investi comprend le coût d'achat

¹ BOUGHABA. A, op. Analyse et évaluation de projets, éd Berti, Alger, 2005, P.1.

² Abdellah. Boughaba, Analyse et évaluation de projets, éd Berti, Alger, 2005, P. 1.

³ F. X. SIMON & M. TRABELSI, Préparer et défendre un projet d'investissement, Dunod, Paris, 2005, P 13.

⁴ GARDES N, Finance d'entreprise, Edition d'organisation, Paris, 2006, P 02.

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

du matériel et l'augmentation du besoin de financement de l'exploitation qui découle de la réalisation du projet.

1.2.2 Les flux nets de trésorerie (les cash-flows nets) : Correspondent à la différence entre ce que rapporte l'investissement (chiffre d'affaires prévisionnel lié au projet) et ce qu'il coûte (Charges supplémentaires liées à l'investissement).

Le calcul des flux nets de trésorerie constitue une étape cruciale dans l'évaluation d'un projet d'investissement, d'où l'importance d'élaborer un échéancier basé sur l'approche (encaissement-décaissement), comme suit :

Tableau 01 : Le tableau des cash-flows.

Prévision \ Année	0	1	n
<u>Encaissements</u> + La capacité d'autofinancement (CAF) + La valeur résiduelle de l'investissement (VR) + Récupération de BFR				
<u>Décaissements</u> -La dépense d'investissement -La variation de BFR				
= Les cash-flows (CF)				

Source : Réalisé par nos soins

1.2.3 La durée de vie : correspond à l'horizon de prévision, elle représente la période du temps pendant laquelle l'investissement est supposé rester en exploitation dans des conditions économiques acceptables. Elle correspond à la durée de vie de l'investissement.

1.2.4 Le besoin en fond de roulement : La notion de besoin en fond de roulement est liée au problème posé par la couverture du besoin de financement de l'exploitation. Des conditions de son financement vont dépendre les conditions du maintien de l'équilibre financier de l'entreprise.

Tout projet d'investissement accroît généralement l'activité de l'entreprise, ce qui a pour conséquence d'augmenter le BFR d'exploitation. Or, ce besoin nouveau appelle un financement nouveau.

La formule de BFR est représentée comme suit :

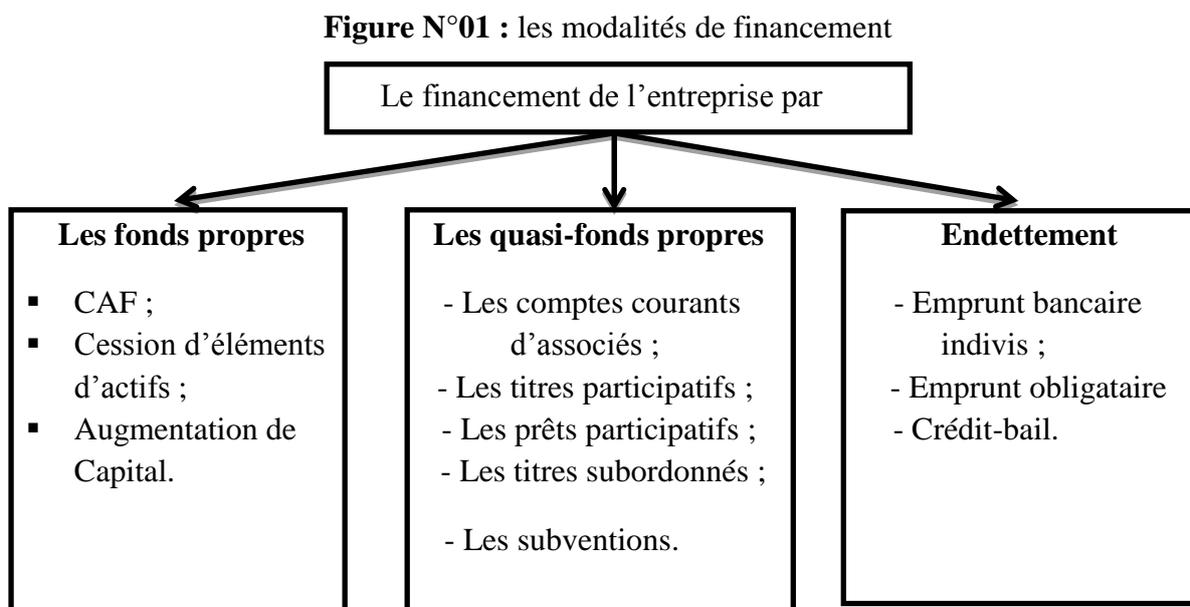
$$\text{BFR} = \text{Créances} + \text{Stocks} - \text{Dettes d'Exploitation}$$

1.2.5 La valeur résiduelle : La valeur résiduelle est définie comme étant « la valeur marchande de l'investissement après son utilisation. La valeur résiduelle peut être nulle ou même négative (frais de démontage) ; elle varie tout au long de la vie de l'investissement »⁶. Elle correspond à la valeur que l'entreprise espère récupérer après l'utilisation de l'investissement.

1.2.6 La récupération de besoin en fonds de roulement : En fin de projet, les stocks sont liquidés, les créances clients sont recouvrées et les dettes d'exploitation réglées. On considère alors que le besoin en fonds de roulement (BFR initial + BFR complémentaires) est récupéré.

1.3 Les sources de financement d'un projet d'investissement

Il existe des sources diverses concernant le financement d'un projet d'investissement. D'une façon générale, on distingue trois grandes formes de financement, représentées dans le schéma ci-après :



Source : Réalisé par nos soins

1.3.1 Financement par fonds propres

Les fonds propres de l'entreprise sont constitués par le capital social, les réserves, le résultat de l'exercice et les provisions réglementées. Les fonds propres augmentent chaque année des bénéfices de l'exercice (ou sont réduits par les pertes) et diminuent avec les distributions de dividendes versés par l'entreprise. Ils concernent les éléments suivants :

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

• La capacité d'autofinancement

Béatrice & Francis. G ont défini aussi la CAF comme « l'ensemble des ressources de financement internes dégagé par l'activité de l'entreprise durant l'exercice et dont elle pourrait se servir pour assurer les besoins financiers inhérents à son développement et à sa pérennité »⁵.

Donc la CAF représente l'ensemble des ressources financières dégagées par l'activité de l'entreprise durant un exercice comptable qui aide l'entreprise à s'autofinancer dans le futur. Autrement dit, la CAF représente le potentiel de l'autofinancement de l'entreprise.

Il existe deux méthodes pour le calcul de la CAF (La méthode additive et la méthode soustractive), que nous allons présenter dans le tableau si dessous :

Tableau N°02 : le calcul de la CAF

La méthode additive Le calcul de la CAF à partir de résultat de l'exercice	La méthode soustractive Le calcul de la CAF à partir de l'excédent brut d'exploitation
Résultat net de l'exercice	Excédent brut d'exploitation EBE
+ Dotation aux amortissements et provisions (d'exploitation)	+Transferts de charges (d'exploitation)
-Reprise sur provisions (d'exploitation)	+Autres produits (d'exploitation)
+Dotation aux amortissements et provisions (financiers)	-Autres charges (d'exploitation)
-Reprise sur provisions (financières)	±Quotes-parts de résultat sur opération faites en commun
+Dotation aux amortissements et provisions (exceptionnelles)	+Produits financiers (a)
-Reprise sur provisions (exceptionnelles)	-Charges financiers (b)
+Valeurs comptables des éléments d'actifs Cédés	+Produits exceptionnelles (c)
-Produit de cession d'éléments d'actifs cédés	-Charges exceptionnelles (d)
-Quotes-parts de subventions au résultat	-Participation des salariés aux résultats
	-Impôt sur les bénéfices
= CAF	= CAF

Source : Réalisé par nos soins

(a) Sauf reprises sur dépréciations et provisions.

(b) Sauf dotations aux amortissements, dépréciations et provisions financières.

(c) Sauf : - Produits des cessions d'immobilisations ;

- Quotes-parts des subventions d'investissement virées au résultat de
l'exercice ;

⁵ BEATRICE & Francis. GRANDGUILLOT, Analyse financière : Activité-Rentabilité, Structure financière, Tableaux de flux, Gualino éditeur, 4ème éd, Paris, 2006, P. 61.

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

- Reprise sur dépréciations et provisions exceptionnelles.

(d) Sauf : - valeur comptable des immobilisations cédées ;

- Dotations aux amortissements, dépréciations et provisions exceptionnelles.

- **Cession d'éléments d'actifs « désinvestissement »**

Les cessions d'éléments d'actifs peuvent résulter de différents éléments :

- Renouvellement du parc des immobilisations ;
- Vente d'actifs qui ne sont pas nécessaires à son activité pour trouver de nouveaux capitaux ;
- Recentrage des activités en cédant des usines, filiales et revenir au métier de base.

- **augmentation de capital**

L'augmentation du capital « est une procédure minutieusement réglementée. Sans doute vise-t-elle le plus souvent à renforcer les capitaux propres de l'entreprise ; mais outre son aspect financier, elle a une dimension « politique » marquée : la répartition du pouvoir dans la société ». ⁶

L'augmentation du capital de l'entreprise peut être réalisée :

- Par apport en numéraire : la contrepartie est représentée par des sommes d'argent ;
- Par apport en nature : la contrepartie est constituée d'actifs (immobilisations, stocks, etc.) ;

Par conversion des dettes : il s'agit de convertir les dettes de l'entreprise en capitaux propres (les fournisseurs et banques deviendront des associés).

1.3.2 Financement par quasi-fonds propres

- **Les comptes courants d'associés**

Un Compte courant d'associé est une somme versée par un associé dans la trésorerie de son entreprise. Cette somme peut être soit directement versée par l'associé soit être un dû envers l'associé, et laissée à la disposition de l'entreprise.

- **Les titres participatifs**

Un titre participatif est une valeur mobilière qui n'octroie ni droit de vote ni part dans le capital. Le titre participatif offre la possibilité à des personnes ou des investisseurs qui ne sont pas associés, d'apporter des fonds à une société, sans limitation de montant avec une rémunération qui peut être attractive⁸. Il est uniquement émis uniquement par les sociétés du secteur public, les sociétés anonymes coopératives et les compagnies d'assurance.

⁶ www.dwatts.fr consulté le 22/07/2020 à 16 :18

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

- **Les prêts participatifs**

Sont accordés par les établissements de crédits aux petites et moyennes entreprises (PME) qui souhaitent améliorer leurs structures financières. Ce sont des créances assimilables à des capitaux propres.

- **les titres subordonnés**

Cette catégorie de titres peut être assimilée à des obligations, puisque elles permettent le paiement d'intérêts. La subordination d'un emprunt consiste à soumettre son remboursement et le règlement de sa rémunération au désintéressement préalable de toutes les autres créances. L'échéance de remboursement des titres subordonnés peut être déterminée ou indéterminée.

- **Les primes et subventions**

L'Etat accorde des primes pour des secteurs particuliers, ainsi que des subventions afin d'encourager des activités ayant une importance économique.

1.3.3 L'endettement (va être détaillé dans les prochaines sections)

- Les crédits bancaires ;
- Le crédit-bail ;
- L'emprunt obligataire.

Section 02 : Le financement de l'investissement par le crédit bancaire

2.1 La définition du crédit

Selon l'article 68 de l'ordonnance 03-11 du 26 aout 2003 relative à la monnaie et au crédit, le crédit est « ... Tout acte à titre onéreux par lequel une personne met ou promet de mettre des fonds à la disposition d'une autre personne ou prend, dans l'intérêt de celle-ci, un engagement par signature tel qu'aval, cautionnement ou garantie... »

Donc le crédit consiste à mettre des fonds par une banque « créancier » à la disposition des entreprises ou des particuliers « débiteur » contre la promesse de remboursement des fonds dans les délais convenus, en plus d'une rémunération « intérêts » compte tenu de l'attente et du risque couru.

1.2 La définition de crédit d'investissement

Un crédit d'investissement est contracté pour financer le haut du bilan tel que les immobilisations, les machines de production. Il s'agit d'un crédit à moyen ou long terme qui a une durée fixe, déterminée. Le crédit est amorti selon un plan de remboursement préalablement convenu. Il existe différents types de crédit d'investissement, on peut citer à titre d'exemple :

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

- Le crédit bancaire à moyen terme ;
- Le crédit bancaire à long terme ;
- Le crédit-bail. (va être détaillé dans la prochaine section)

2.2.1 La définition de crédit à moyen terme

« Le crédit à moyen terme s'inscrit dans la fourchette de deux à sept ans (2 à 7 ans). Il est essentiellement accordé pour l'acquisition de biens d'équipement amortissables entre huit et dix ans ».⁷

On distingue trois types de crédit à moyen terme :

- **Le crédit à moyen terme réescomptable**

Conformément, à la loi 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit, le CMT sont réescomptables auprès de la banque d'Algérie. Cette forme de CMT est la plus utilisée par les banques algériennes en raison de la souplesse qu'elle offre à leur trésorerie. Elle permet de récupérer la trésorerie engagée lors de la réalisation du crédit par le réescompte d'un billet à ordre souscrit par l'investisseur.

- **Le crédit à moyen terme mobilisable**

Le banquier peut s'adresser aux organismes mobilisateurs présents sur le marché financier comme les institutions financières pour mobiliser le crédit sur le marché financier (par un emprunt obligataire ou augmentation de capital). Pour avoir accès à cette mobilisation, l'obtention d'un accord préalable de la part de l'organisme mobilisateur est généralement indispensable. Ce type de refinancement n'existe pas en Algérie en raison de l'absence de marché financier.

- **Le CMT non mobilisable :**

Appelé aussi le CMT direct, il s'agit d'un crédit financé par la banque sur sa propre trésorerie ; il ne peut faire l'objet d'un refinancement auprès de la Banque d'Algérie ou du marché financier. Les billets à ordre souscrits par le client, dans ce cas, ne sont qu'une reconnaissance de dette envers la banque et ne peuvent faire l'objet d'un refinancement. Ce type de crédit va engendrer une mobilisation des fonds dans la trésorerie de la banque. C'est pourquoi, sa rémunération est plus coûteuse.

2.2.2 La définition de crédit à long terme

Ce sont des crédits d'une durée de 07 à 15 ans, avec un différé pouvant aller de 2 à 4 ans ; les CLT financent les immobilisations lourdes dont la durée d'amortissement fiscal est supérieure à 7 ans. Ce sont généralement les constructions. Les CLT sont accordés par les banques sur la base des ressources stables. De ce fait quand la durée est longue le risque est grand.

⁷ Abdellah. Boughaba, Analyse et évaluation de projets, éd Berti, Alger, 2005. page 252.

2.3 Les caractéristiques d'un crédit bancaire

Le crédit bancaire est caractérisé par :

- **Un objet** : il s'agit généralement de financer des biens mobiliers « machines de production... », Immobilier « usine », et des biens immatériels comme le fonds de commerce.
- **Un montant** : il est lié directement au coût de l'investissement. La banque ne finance jamais la totalité du montant pour des raisons de sécurité, alors l'entreprise qui désire investir doit apporter une part du montant de l'investissement « autofinancement ».

La quotité de financement peut atteindre les 80% du montant HT⁸, elle varie selon le risque couru et la rentabilité de l'investissement.

- **La durée** : elle dépend de la nature du bien et de sa durée de vie. Pour un crédit à moyen terme il a une durée de financement entre 2 ans et 7ans.
- **Le taux d'intérêt** : c'est la rémunération reçue dans le cas d'un prêt, il peut être fixe ou variable. S'il est variable une clause de révision sera incluse dans le contrat. Le taux d'intérêt peut varier à la hausse ou à la baisse en fonction de l'évolution du taux de marché.
- **L'échéance** : pouvant être mensuelles, trimestrielles ou annuelles. Elles peuvent être échues « paiement à la fin de période » ou à échoir « paiement en début de période ».
- **Le différé** : Le différé est une période au cours de laquelle l'investisseur paye que les intérêts du crédit, appelés intérêts intercalaires, mais ne rembourse pas le principal. Cette durée correspond en général à la période de réalisations du projet ; elle permet à l'entreprise :
 - la mise en place des équipements, les essais et l'entrée en production.
 - Et surtout, de générer une capacité d'autofinancement suffisante lui permettant de faire face aux différentes échéances de remboursement du crédit.
- **La modalité de remboursement** : il existe trois modalités de remboursement que la banque peut proposer à ces clients :
 - Remboursement in fine « en bloc » : le capital dû est remboursé en totalité avec la dernière échéance.
 - Remboursement par amortissement constant : la part du capital Remboursée à chaque échéance est la même pendant toute la durée de l'emprunt et le calcul des intérêts porte sur le capital restant dû.
 - Remboursement par annuité constante : la somme payée par l'emprunteur est constante durant toute la période de remboursement. On calcule le montant de l'annuité comme suit :

⁸ HT : hors taxe

$$\text{Annuité} = \frac{\text{Capital} \times \text{taux d'intérêt}}{1 - (1 + \text{taux d'intérêt})^{-n}}$$

Où n est le nombre d'année

- **Les garanties exigées :** Le recueil de différentes garanties (réelles, personnelles) constitue un moyen utilisé par la banque pour faire face au risque de non remboursement. Il est évident que plus l'échéance du crédit est lointaine, plus les possibilités d'évènements imprévisibles augmentent et plus les garanties exigées sont importantes. Il existe deux types de garanties :
 - **Les garanties réelles :** Ce sont des biens qui figurent à l'actif du bilan de l'emprunteur et que la banque peut évaluer leurs valeurs à tout moment :
 - **L'hypothèque :** est une sûreté réelle immobilière. Elle s'applique sur les biens immeubles. Sa réalisation donne droit au bénéficiaire de faire vendre le bien immeuble affecté en garantie aux enchères publiques, sans préalable de jugement de condamnation. Le produit de vente va au créancier à concurrence du montant de la créance impayée auquel s'ajoute les intérêts, droits et taxes.⁹
 - **Le nantissement :** est une sûreté réelle mobilière. Il s'agit d'un contrat par lequel des biens sont affectés à un créancier pour garantir le paiement de sa créance. Il existe différents types de nantissement : nantissement d'équipements, nantissement de marchés, nantissement de marchandises, nantissement de fonds de commerce, nantissement de titres, nantissement de véhicules, ...¹⁰
 - **Les garanties personnelles :** Ce sont des garanties exigées par la banque pour qu'elle soit mieux assurée, elle demande à son client d'apporter : caution personnelle et solidaire des dirigeants ou de tiers, adhésion de l'emprunteur à l'assurance décès.
 - **Caution :** Est un document, signé par un ou plusieurs garants qui s'engagent formellement à payer les échéances dans le cas où l'entreprise ne le fait pas.

2.4 Les risques liés au crédit bancaire

Lors de l'octroi d'un crédit bancaire, la banque fait face à plusieurs risques, on distingue généralement :

- **Le risque de non remboursement :** ou le risque d'insolvabilité, c'est un risque qui résulte lorsque le client débiteur n'est pas capable de rembourser ou qu'il refuse carrément de rembourser totalement ou partiellement le montant du crédit à échéance, à cause de sa défaillance financière.
- **Le risque d'immobilisation :** Ce risque prend naissance du non-respect du débiteur de l'échéancier de remboursement, donc la contrepartie des ressources qui a servi à leur financement se trouve ainsi immobiliser. C'est-à-dire, il sera

⁹ Farouk. BOUYACOU, l'entreprise & le financement bancaire, P 227.

¹⁰ Idem.

impossible pour la banque de réescompter son portefeuille de créances auprès de la banque d'Algérie ou auprès du marché monétaire. Cette situation se réalise lorsque la banque octroie des crédits à terme.

- **Le risque de taux :** Ce risque de taux se traduit, pour la banque, par un manque à gagner et ce malgré le respect par la banque et son client de leurs engagements contractuels. Il résulte d'une éventuelle variation à la baisse du rendement des emplois (crédits) par rapport aux coûts des ressources (refinancement). C'est le cas d'une augmentation du taux de référence (taux de réescompte) par rapport au taux des crédits octroyés (taux fixé d'avance).
- **Le risque de change :** Ce risque est lié à l'évolution des cours des devises par rapport à la monnaie nationale. Une augmentation de la valeur de la monnaie étrangère par rapport à la monnaie nationale correspond à une perte de change tandis qu'une baisse correspondrait à un gain de change.

2.5 Les avantages et les inconvénients d'un crédit bancaire

2.5.1 Les avantages du crédit bancaire

Plutôt que de financer un investissement en utilisant la trésorerie disponible, il peut être opportun de solliciter un crédit pour les raisons suivantes :

- Le taux d'intérêt exigé dans le cas du crédit bancaire est moins élevé par rapport à celui des autres modes de financement ;
- Le client bénéficiaire d'un crédit bancaire est le propriétaire juridique du bien, il a le droit et le pouvoir de le présenter comme garantie à d'éventuels créanciers ;
- Le crédit bancaire permet au client de bénéficier de la déductibilité fiscale des intérêts qui sont considérés comme une charge pour l'entreprise. Ceci implique la diminution de l'impôt à payer ;
- Il permet de préserver la trésorerie afin d'honorer les engagements à court terme (fournisseur, stocks, ...)
- Pas de risque de dilution du capital et d'une prise de contrôle de la société par de nouveaux associés, dû à une augmentation de capital ;

2.6.2 Les inconvénients du crédit bancaire

Malgré les avantages que présente l'octroi d'un crédit il reste toujours critiqué par les entrepreneurs parce que :

- Le financement par un crédit bancaire, ne va pas couvrir le projet en totalité. En effet, une perspective d'investissement impliquera logiquement un effort d'autofinancement de la part de l'entreprise ;
- L'accès au crédit bancaire est vraiment difficile pour les entreprises jeunes ainsi que les entreprises innovantes et celles en difficulté ;
- Le crédit bancaire est très décrié par les entrepreneurs parce que c'est le type de financement qui présente les conditions d'octroi les plus dures (les garanties, les cautions,...)

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

- Pour la banque, le recouvrement des créances par le recours à la justice est très lent
- Le financement d'un projet exige des études et des enquêtes approfondies sur les gérants, l'entreprise et le projet. C'est une charge lourde et complémentaire pour la banque ;
- Pour les entreprises, les crédits bancaires pourraient les exposer à un risque de non-remboursement ou pire un dépôt de bilan. Parce que si leurs activités ne sont pas florissantes alors qu'elles doivent payer le taux d'intérêt et le fonds emprunté, cette situation les conduit éventuellement à un déséquilibre budgétaire qui pourrait finir par un dépôt de bilan.

Section 03 : Le crédit-bail

3-1 La définition de crédit-bail selon la norme IAS 17

L'IAS¹¹ 17 est une norme comptable internationale portant sur les contrats de locations. L'objectif de cette norme est d'établir, pour le preneur et le bailleur, les principes comptables appropriés et les informations à fournir au titre des contrats de location-financement et des contrats de location simple

« Un contrat de location-financement est un contrat de location ayant pour effet de transférer au preneur la quasi-totalité des risques et des avantages inhérents à la propriété d'un actif. Le transfert de propriété peut intervenir ou non, in fine. »

Le principal critère des contrats de location financement est l'appréciation de la réalité de la transaction (le fonds) plutôt que la forme du contrat. Ceci vient en application au principe comptable fondamental qui est la prééminence de la réalité économique sur l'aspect juridique.

Les conditions qui distinguent les contrats de locations financement de contrats de locations simples sont :

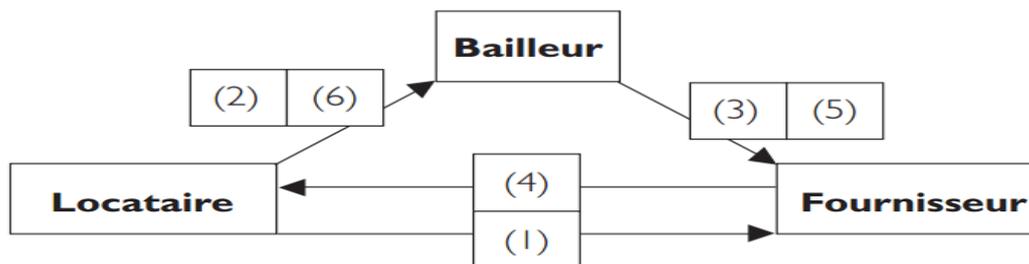
- **Le transfert de propriété** : le contrat de location-financement transfère la propriété de l'actif au preneur au terme de la durée du contrat de location ;
- **L'option d'achat** : le contrat de location-financement donne au preneur l'option d'acheter l'actif à un prix qui devrait être suffisamment inférieur à sa juste valeur à la date à laquelle l'option peut être levée pour que, dès la date de passation du contrat de location, on ait la certitude raisonnable que l'option sera levée ;
- Durée de location couvrant la majeure partie de la durée de vie de l'actif (supérieure ou égale à $\frac{3}{4}$) même s'il n'y a le transfert de propriété ;
- La valeur actualisée des paiements minimaux au titre de la location s'élève au moins à la quasi-totalité de la juste valeur de l'actif loué ;
- **Actif de nature spécifique** : les actifs loués sont souvent d'une nature spécifique que généralement seul le preneur peut les utiliser sans leur apporter des modifications majeures.

¹¹ IAS : international accounting standard

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

Il est à noter que l'existence d'une seule condition de celles citées ci-dessus est suffisante pour qualifier un contrat de location en tant que contrat de location financement.

Figure 02 : schéma d'une opération de crédit-bail



(1) Choix du matériel
(4) Livraison

(2) Contrat de leasing
(5) Règlement du prix

(3) Commande du matériel
(6) Paiements des loyers

Source : GERVAIS J.F, Les clés du leasing, p 5

3.2 Les intervenants

Tableau N°4 : les intervenants de l'opération de Crédit-bail

Parties	Intervenants	Rôle
Crédit bailleur	<ul style="list-style-type: none"> -Établissement financier. - Entreprise de crédit-bail. - Banque. - Filiale d'une banque. 	<ul style="list-style-type: none"> - Achat du matériel auprès du fournisseur. - Location du matériel au crédit-preneur, avec offre d'achat.
Crédit-preneur	<ul style="list-style-type: none"> - PMI-PME. - Grande entreprise. - Association. - Artisan. - Commerçant. - Profession libérale. - Etablissement public. 	<ul style="list-style-type: none"> - Négociation et choix du matériel auprès du fournisseur. - Utilisation du matériel. - Paiement des loyers au crédit bailleur. - Achat (ou non) à la fin du contrat de leasing.
Fournisseur	<ul style="list-style-type: none"> - Fabricant. - Vendeur. 	<ul style="list-style-type: none"> - Vente du matériel au crédit bailleur. - Livraison du matériel au crédit-preneur.

Source : <https://www.manager-go.com> consulté le 30/07/2020 à 13 :24

3.3 Les caractéristiques de l'opération de crédit-bail

Un contrat de crédit-bail contient des clauses obligatoires et des clauses facultatives. Ces clauses varient et sont propres à chaque établissement bailleur. Néanmoins, un contrat de crédit-bail contient généralement des informations sur les clauses suivantes :

Tableau N°5 : Les caractéristiques de l'opération de leasing

Clause	Signification
Durée	- période irrévocable. - ne peut excéder la durée de vie réelle du bien.
Montant	- le financement jusqu'à 100% de la valeur de l'équipement. - majorée de l'ensemble des frais nécessaires à sa mise en place et à son fonctionnement.
Redevances périodiques	- les versements découlant de la jouissance d'un bien. - Le montant est fonction du montant du bien, de la durée de location et de la valeur résiduelle. - Le paiement peut être effectué à terme échu. - Le règlement est effectué par chèque, virement bancaire ou autorisation de prélèvement sur compte bancaire du locataire.
Valeur résiduelle	- Généralement donné sous forme de taux par rapport à la valeur du bien.
Option d'achat	- Possibilité pour le locataire d'acquérir le bien à la fin du contrat - La levée de cette option ne se fait qu'après paiement intégrale des loyers
Publicité	- la publicité est réalisée à la requête du bailleur sur un registre tenu au greffe du tribunal de commerce. - doit être renouvelée tous les cinq ans.
Garantie	- la propriété du bien loué. - des garanties (sûretés réelles, dépôt de garanties...)
Assurance du Bien	- Le locataire doit souscrire une police d'assurance du bien au profit du bailleur. - peut prendre en charge les frais d'assurance et l'inclure dans le prix des loyers.
Résiliation du contrat	- Le contrat de crédit-bail peut être résilié par le bailleur dans plusieurs cas de figures : - Non-respect du locataire de ses engagements (défaut de paiement...) - Modification de la situation du locataire (décès, liquidation...) - L'état du matériel (destruction, disparition...)
indemnité de résiliation (indemnité de réparation)	- C'est la somme que le locataire doit payer et qui va permettre au bailleur de récupérer le montant investi qui n'a pas été recouvré par les loyers déjà versé. - Cette indemnité est payable en cas de rupture anticipé du contrat

Source : <https://www.boursorama.com> consulté le 04/08/2020 à 14 : 33

3.4 Typologie de crédit-bail

Le leasing est une technique permettant de financer tout type d'investissement. Il devient de plus en plus répandu dans le monde et il est en perpétuelle évolution. Il existe plusieurs catégories de leasing, classées selon 03 critères, à savoir :

- Selon le transfert de risque.
- Selon la nature de bien objet de financement.
- Selon la nationalité des parties contractantes.

3.4.1 Selon le transfert de risque

- **Le leasing financier**

Le leasing financier, également appelé « full pay out leasing », constitue une opération dont l'objectif est d'assurer le financement d'un bien, mobilier ou immobilier, dont le preneur peut devenir propriétaire au terme du contrat. Le montant total des paiements équivaut au coût total de l'investissement réalisé par le bailleur, y compris sa rémunération. Ainsi dans ce type de leasing tous les droits, obligations et risques qui sont liés à la propriété du bien financé sont transférés par le bailleur au preneur.¹²

En effet, le leasing financier ne fournit pas de services de maintenance. Il est irrévocable et totalement amorti c'est-à-dire que les loyers payés en contre partie du bien financé sont égaux au prix d'achat de ce bien par le bailleur auquel est rajouté le coût du financement. Ce type de leasing se déroule suivant ces étapes :¹³

- Le preneur choisit le bien qui répond à son besoin et négocie le prix et les conditions de livraison avec le fournisseur ou le distributeur de son choix ;
- Le preneur entre en contact avec une banque ou une institution de leasing pour qu'elle procède à l'achat du bien en question. Il négocie simultanément un arrangement de contrat de leasing avec l'institution financière. A cette étape le preneur n'a pas le droit d'annuler le contrat de leasing sans payer la totalité du capital restant dû.

- **Le leasing opérationnel¹⁴**

Le leasing opérationnel est une formule de financement accompagnée d'une offre de services complémentaires. Il concerne spécialement les biens d'équipement tel que le matériel de bureaux, les équipements informatiques, les véhicules et les camions. Dans ce domaine la société IBM est une société pionnière dans le monde.

Il est à souligner que la somme des loyers versés par le locataire est inférieure à la valeur du capital investi (montant d'acquisition du bien) car la durée du contrat de leasing opérationnel est inférieure à la durée de vie économique du bien.

¹² KOHL B. « Le leasing financier et son harmonisation par UNIDROIT », Rev.dr.unif, 2011, p 5.

¹³ COPELAND.T. E et_al, « Financial Theory and Corporate Policy ».PEARSON.4ème édition, p 719.

¹⁴ Idem.

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

Dans ce type de leasing le bailleur demeure toujours le propriétaire du bien, qui reste à ses risques et qu'il conserve à l'actif de son propre bilan, une option d'achat n'est généralement pas prévue à l'issue de l'opération.

L'autre caractéristique importante est que le contrat de leasing opérationnel contient une clause d'annulation donnant le droit au preneur d'annuler le contrat à tout moment. Ceci représente une réelle considération du preneur qui peut restituer le bien au bailleur suite à son obsolescence technologique ou simplement au cas où il n'en aura plus besoin.

3.4.2 Selon la nature de bien objet de financement

- **Le leasing mobilier**

Cette opération porte sur des biens meubles constitués par des équipements ou de matériels et outillages neufs ou d'occasions à forte valeur de revente, achetés par des sociétés de crédit-bail qui en demeurent propriétaires durant la période irrévocable de location. L'option d'achat est prédéterminée dans le contrat, elle prend en considération dans son calcul la durée d'amortissement du matériel financé, le montant et la durée de location.

Il est à souligner que le bien financé doit être complet, autrement dit même si le bien est constitué de plusieurs éléments nécessitant le recours à plusieurs fournisseurs, ces éléments ne peuvent pas être financés isolément.

- **Le leasing immobilier**

Le leasing immobilier porte sur le financement de biens immeubles à usage professionnel commercial ou industriel, les immeubles nécessaires à l'exercice des professions libérales et l'exploitation agricole telle que les sièges sociaux, les immeubles de bureaux, d'atelier et les entrepôts.

A la différence du crédit-bail mobilier accordé sur une période n'excédant pas 5 ans, le crédit-bail immobilier quant à lui est consenti sur une période plus longue pouvant atteindre 20 ans.

- **Le leasing sur fonds de commerce**

Le crédit-bail sur fonds de commerce concerne des opérations d'acquisition de fonds de commerce, ce type leasing a très peu de succès en raison essentiellement de :

- La variation de la valeur du fonds de commerce dans le temps ce qui représente un risque pour le bailleur (propriétaire du fonds de commerce) ;
- Les avantages fiscaux sont limités par principe du non amortissement du fonds de commerce ;
- Le coût élevé des droits d'enregistrement pour le locataire.

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

3.4.3 Selon la nationalité des parties contractantes

➤ Le leasing national

Le crédit-bail est considéré comme national si le crédit preneur (locataire) et le crédit bailleur (société de crédit-bail) résident dans le même pays.

➤ Le leasing international

Le crédit-bail est considéré comme international si le contrat de crédit-bail intervenant entre un crédit bailleur et un locataire dont les domiciles ou résidences sont situés dans des pays différents. Cet élément est nécessaire et suffisant.¹⁵

Le tableau suivant résume la classification des contrats de crédit-bail selon leur nationalité.

Tableau N°06 : le crédit-bail national – le crédit-bail international

Pays	Pays 1	Pays 2	Pays 3	Nature de contrat
Intervenants	Locataire Fournisseur Bailleur			NATIONAL
	Locataire Bailleur	Fournisseur		NATIONAL
	Locataire Fournisseur	Bailleur		INTERNATIONAL
	Locataire	Fournisseur Bailleur		INTERNATIONAL
	Locataire	Fournisseur	Bailleur	INTERNATIONAL

Source : réalisé par nos soins

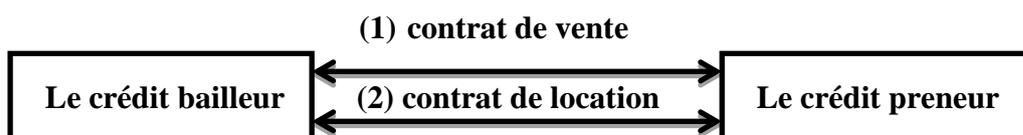
3.5 Les formes particulières du leasing

• La cession bail ou le « sale and lease back »

« ...il permet à l'entreprise de se procurer de nouvelles ressources en désinvestissant tout en gardant la jouissance de bien, par le biais d'une location »¹⁶

C'est une opération par laquelle une entreprise cède un de ses biens à une société de leasing qui va le louer à cette même entreprise dans le cadre d'un contrat de crédit-bail.

Figure N°2: La cession bail



Source : Réalisé par nos soins

¹⁵ GARRIDO Eric, Le cadre économique et le réglementaire du crédit-bail, Tome1, Revue Banque Edition, P 102.

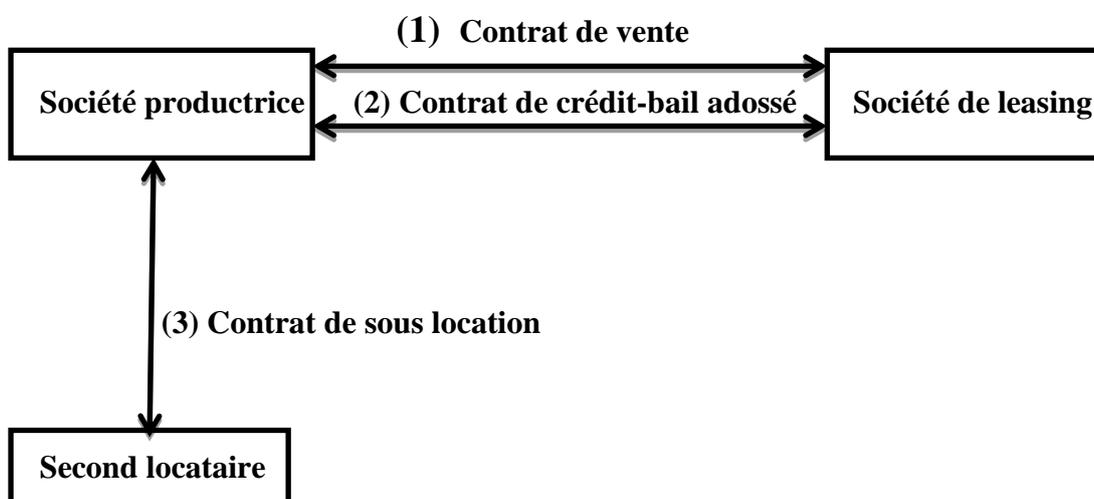
¹⁶ BOUYACOUB Farouk, L'entreprise et le financement bancaire, Ed. CASBAH, Alger 2000, Page 258.

- **Le leasing adossé**

« Il s'agit d'un contrat de crédit-bail conclu entre la société de crédit-bail et le fabricant, contrat qui prévoit formellement que ce dernier puisse sous-louer le matériel qui fait l'objet du contrat »¹⁷

Appelé aussi crédit-bail fournisseur, le crédit-bail adossé est une opération par laquelle une entreprise vend un bien qu'elle a fabriqué à une société de crédit-bail qui le met à sa disposition. L'entreprise productrice devenue locataire de son propre bien et pourrait le sous louer à ses clients utilisateurs.

Figure N°3 : Le crédit-bail adossé



Source : Réalisé par nos soins

3.6 Les analogies de crédit-bail

- **La location simple**

C'est un accord par lequel le bailleur cède au preneur pour une période déterminée, le droit d'utilisation d'un actif en contrepartie du paiement des loyers. Une location simple n'est pas assortie d'une option d'achat contrairement à une location-financement « crédit-bail ».

Mais rien n'empêche le locataire de demander en fin de location au bailleur le prix auquel ce dernier serait prêt à lui céder le bien objet du contrat. La différence avec le crédit-bail réside dans le fait que le prix n'était pas fixé irrévocablement à l'origine de l'opération en tenant compte des montants des loyers prévus.

- **La location-vente**

Il s'agit d'un contrat de location assorti d'une promesse synallagmatique, de vente pour le bailleur et d'achat pour le preneur. Dans ce cas le preneur est soumis à une obligation

¹⁷ COLASSE B., Gestion financière de l'entreprise, Ed. Puf, Paris, 1982, p. 432.

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

d'achat à la fin du contrat, contrairement au crédit-bail, où, il a le choix entre acheter le bien ou le restituer. Le transfert de propriété dans une location-vente ne se fait qu'en fin du bail.

- **La location avec promesse de vente, ou location avec option d'achat**

C'est un contrat accompagné d'une promesse unilatérale de vente consentie lors de la signature du contrat, la différence entre ce type de location et le crédit-bail est que la location avec option d'achat est destinée aux particuliers, alors que le crédit-bail est destiné aux entreprises.

- **La location financière**

La location financière est définie par l'association française des sociétés financières comme une opération de location sans option d'achat dans laquelle le locataire choisit le fournisseur ainsi que le bien et, le cas échéant, négocie lui-même le prix. Le contrat est conclu pour une durée irrévocable.

3.7 Les avantages et inconvénients de crédit-bail

3.7.1 Les avantages de crédit-bail

- **Pour le crédit-preneur**

Le crédit-bail présente plusieurs avantages au crédit-preneur notamment :

- **La souplesse :** Le crédit-bail est avant tout un synonyme de souplesse. Le crédit-preneur peut exploiter un bien sans avoir à en acquérir la propriété et par voie de conséquence, sans mise de fonds initiale importante.¹⁸
- **Financement intégral de l'investissement :** Un financement par crédit-bail peut atteindre 100% du montant HT du bien à acquérir. Cependant, les sociétés de crédit-bail exigent un apport allant de 10% à 30 % du prix HT du bien à financer. Ce montant est considéré comme un loyer majoré.
- **Source supplémentaire de crédit :** Grâce au financement intégral, le crédit-bail préserve la trésorerie de l'entreprise qui conserve les fonds propres nécessaires au financement des besoins de son exploitation. Sous cet aspect, le crédit-bail constitue une source supplémentaire de crédit qui n'épuise pas les possibilités d'emprunt du crédit-preneur.
- **Rapidité d'accès au financement :** La réponse à la demande de financement par crédit-bail est donnée rapidement. Cette rapidité favorise les entreprises qui doivent procéder à des investissements imprévus et urgents.
- **Garanties simplifiées et réduites :** Le titre de propriété est la principale garantie du bailleur, celui-ci pouvant récupérer le matériel en cas de défaut de location.
- **Avantages fiscaux**¹⁹

¹⁸ Herb Weinberg Leasing: « one Answer to the Capital Shortage » Fortune Magazine, Nov ;1976.pp56-69.

¹⁹ Eric Garrido « le cadre économique et le réglementaire du crédit-bail » Revue Banque Edition, 18reuil Lafayette75009. p36-41

(a) La déductibilité des loyers

Les loyers sont considérés comme des charges d'exploitation et par conséquent ils sont déductibles du résultat imposable.

(b) Un allègement progressif du poids de la TVA

Le locataire ne paiera la TVA que sur le montant des redevances au fur et à mesure du paiement des loyers ; c'est-à-dire la charge de la TVA est étalée sur toute la durée de la location.

- **L'option d'achat :** Cette option laisse au preneur une marge de manœuvre quant à l'option finale (rendre l'équipement; prolonger l'investissement ou acheter l'équipement) en lui permettant de décider au moment opportun le choix le plus indiqué en fonction de la situation financière, des besoins de son entreprise et de la performance de ses équipements.
- - **Pour le crédit bailleur**
- **Forte garantie (titre de propriété) :** Le bailleur conserve la propriété juridique du bien objet du contrat ce qui fait de lui un créancier privilégié en cas de défaillance du locataire, le bailleur pourra revendre ou relouer le bien. De plus, il peut exiger des garanties complémentaires pour se prémunir contre une négligence nuisible à la valeur du matériel de la part du preneur ou autre risque.
- **Le risque d'obsolescence :** Lorsque le contrat de crédit-bail, prévoit irrévocablement l'option d'achat à l'échéance de la location ; le bailleur ne récupère pas le bien, le risque d'obsolescence est donc supporté par le locataire.
- **Une forte rentabilité :** Les sociétés de leasing exigent un taux d'intérêt nettement supérieur à celui d'un crédit classique. Ceci est dû à : l'énorme risque dû au financement intégral et la rapidité dans la prise de décision.
- **Avantages fiscaux :** Le bailleur a le droit de pratiquer l'amortissement des biens donnés en location, ce qui lui permet de réduire son bénéfice imposable.
- **Le suivi d'équipement :** La maintenance et l'assurance du matériel sont prises en charge par le locataire ; Cela permet de garantir au bailleur la récupération d'un bien en bon état.
- **Réductions supplémentaires :** En tant que client important, le crédit bailleur peut parfois recevoir des réductions des fournisseurs de biens. Il en fera ainsi profiter le locataire.

3.7.2 Les inconvénients de crédit-bail

- **Pour le crédit-preneur**

- Le principal inconvénient du crédit-bail est son coût qui est supérieur à celui d'un crédit bancaire traditionnel ;
- Le contrat est irrévocable, de ce fait toute résiliation est exclue même si l'équipement s'avère peu rentable pour le preneur ;
- le crédit-bail fait supporter à l'entreprise des charges financières importantes et irrévocables ;
- Le bien objet du contrat de crédit-bail ne fait pas partie du patrimoine du preneur, par conséquence, ce même bien ne peut faire l'objet de garanties vis-à-vis d'éventuels créanciers.

- **Pour le crédit bailleur**

- Le crédit bailleur, en cas de défaut du locataire, est soumis aux aléas du marché : le crédit bailleur pour se débarrasser le plus vite possible d'un équipement qu'il ne peut exploiter lui-même, n'a pas forcément les compétences pour en tirer le meilleur prix ;
- Le bailleur, étant le propriétaire ; il est aussi tenu financièrement responsable des dégâts causés par l'opérateur locataire lors de l'exploitation de l'équipement. Il importe donc d'avoir une couverture d'assurance le couvrant en sa qualité de propriétaire ;
- Si l'option d'achat n'est pas levée à la fin du contrat, le bailleur supporte le risque d'obsolescence, les frais de stockage, l'aire de stockage ou d'hangars pour ranger les biens restitués (Le bailleur va supporter des coûts de transaction élevés).

Section 04 : l'emprunt obligataire

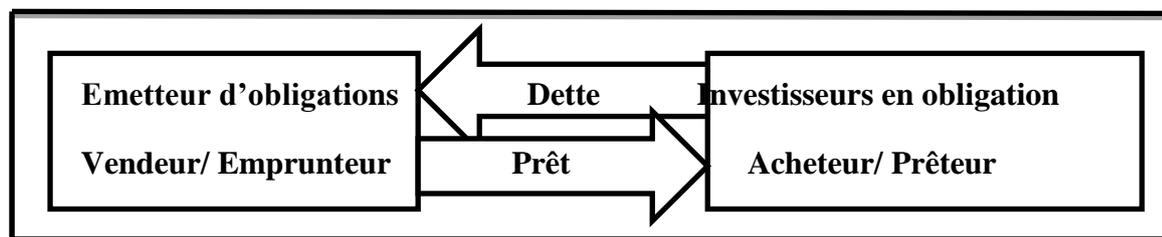
4.1 La définition de l'emprunt obligataire

« L'emprunt obligataire est un emprunt de montant élevé, divisé en fractions égales appelées obligations proposées au public par l'intermédiaire du système bancaire ».²⁰

Un emprunt obligataire est un emprunt lancé par une entreprise, une banque, un Etat ou une organisation gouvernementale matérialisé sous forme d'obligations qui sont achetées par des investisseurs. Ces obligations sont le plus souvent négociables et qui prévoit le versement d'un intérêt, le plus souvent annuel et un remboursement in fine au terme de plusieurs années. Par rapport à un prêt bancaire avec lequel il est en concurrence au niveau de l'émetteur, l'emprunt obligataire permet à l'entreprise de diversifier ses sources de financement, en particulier lorsque les banques ont des difficultés à prêter.

²⁰ J.BARREAU, J.DELAHAYE et F.DELAHAYE, « Manuels et applications, gestion financière », 4ème Edition, Ed.DUNOD, Paris, 2005, p.370.

Figure N°4 : le processus d'émission d'un emprunt obligataire



Source : S BRAUDO, « Dictionnaire de droit », Ed Dolloz, Paris, 1996, P.28.

4.2 La définition de l'obligation

Plusieurs définitions ont été attribuées à l'obligation :

Selon TEULIE et TOPSACALIAN, « L'obligation est un titre négociable émis par une société privée ou publique, un groupement ou des associations qui entraîne l'obligation pour l'émetteur de payer un intérêt et de rembourser le capital selon des modalités prévues par contrat». ²¹

D'après l'article 715 bis 81 du Code de Commerce Algérien, « Les Obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créances pour une même valeur ».

Une obligation est donc un titre de créance négociable correspondant à une fraction d'un emprunt à moyen et long termes émis par une entreprise, par l'Etat, par une collectivité publique ou encore par une institution financière.

4.3 Les différentes formes d'obligations

Un titre obligataire peut être sous forme matérialisée ou dématérialisée :

- **Dématérialisé:** dans ce cas, l'obligation est représentée par une écriture sur compte. Cette forme permet au détenteur de se prémunir contre les risques de perte ou de vol;
- **Matérialisé:** dans ce cas, l'obligation est matérialisée par un titre (support papier), qui peut être nominatif ou au porteur.

En Algérie, selon le code de commerce, l'émission doit être matérialisée par la remise d'un titre, soit inscrite en comptes tenus par la société émettrice ou intermédiaires habilités.

4.4 Les caractéristiques d'une obligation

- **La valeur nominale (ou la valeur faciale ou principale) :** La valeur nominale présente la valeur avec laquelle les coupons seront calculés. Elle est souvent fonction du type d'obligations.

²¹ J. TEULIE et P. TOPSACALIAN, « Finance », Éd. Vuibert, Paris, 1997, p.10.

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

- **Le prix d'émission :** C'est le prix payé par le souscripteur pour l'acquisition d'une obligation, Ce prix peut être inférieur, égal ou supérieur à la valeur nominale :
 - Lorsqu'il est supérieur au nominal, l'émission est dite « au-dessus du pair » ou « à prime »;
 - Si ce prix est égal à la valeur nominale, l'émission est dite « au pair »;
 - L'émission est dite « au-dessous du pair » ou « à escompte » si la valeur nominale est supérieure au prix d'émission.
- **Le prix de remboursement :** A l'échéance de l'obligation, le montant de cette dernière sera totalement remboursé (amorti) par l'émetteur. Ce remboursement peut être inférieur, égal ou même supérieur à la valeur nominale et ce dans le but d'accroître l'intérêt pour les investisseurs. Ainsi, la différence entre ce prix de remboursement et la valeur nominale est appelée « prime de remboursement ».
- **Le prix de l'obligation :** C'est le montant calculé à une date précise durant l'emprunt, il est exprimé en pourcentage du nominal au pied de coupon.
- **Le taux d'intérêt nominal (ou facial) :** Il représente un pourcentage de la valeur nominale. Il s'agit du taux d'intérêt qui permet le calcul des coupons (équivalent à l'intérêt dans l'emprunt bancaire).
- **La date de souscription ou de règlement :** Est le moment auquel le montant de l'émission a été payé.
- **La date de jouissance :** C'est la date à partir de laquelle les intérêts commencent à courir. La date de jouissance est utilisée pour calculer le coupon d'une obligation.
- **Les modalités de remboursement de l'emprunt obligataire :**
 - **Le remboursement in-fine :** l'émission obligataire prévoit le remboursement en totalité à l'échéance. Dans ce cas, la séquence des flux n'est faite que du paiement des intérêts, sauf la dernière, à laquelle se rajoute le remboursement du capital (appelé le principal).
 - **Le remboursement par amortissement constant :** la part du capital remboursée à chaque échéance est la même pendant toute la durée de l'emprunt et le calcul des intérêts porte sur le capital restant dû.
 - **Le remboursement par annuité constante :** la somme payée par l'emprunteur est constante durant toute la période de remboursement. Le nombre d'obligations amorties forme une suite géométrique de raison $(1+i)$ si le remboursement est au pair et de raison $(1+i')$ si le remboursement est au-dessus du pair. $i' = \frac{ci}{R}$

Avec c : présente la valeur nominale ;

i : présente le taux d'intérêt nominal ;

R : présente la valeur de remboursement ;

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

$N = n_1 + n_2 + \dots + n_p$; n_p : présente le nombre d'obligations remboursé en temps p.

$$N = n_1 \frac{(1 + i')^n - 1}{i'} \Rightarrow n_1 = \frac{Ni'}{(1 + i')^n - 1}$$

4.4 Les intervenants à l'émission d'un emprunt obligataire en Algérie

Il en existe plusieurs intervenants qui sont : les émetteurs, les investisseurs et les instances de régulation des opérations sur le marché. Néanmoins, les pouvoirs et les motivations diffèrent entre chacun des intervenants sur le marché.

4.4.1. Les émetteurs

Les émetteurs sont les agents, publics ou privés, en quête de ressources destinées à financer leurs investissements. Les émetteurs sur le marché obligataire sont :

- **L'Etat et les collectivités publiques** : Les émissions effectuées par ces deux acteurs représentent une part assez importante au regard du nombre des émissions effectuées par les émetteurs. Ces titres d'emprunt appelés « Bon du Trésor » ou « Valeurs d'Etat » représentent des placements par les institutions et établissements financiers. Ils sont émis sous trois (3) formes :
 - Bon du Trésor en Compte Courant (BTC) : 13 et 26 semaines ;
 - Bon du Trésor Assimilables (BTA) : 1 an, 2 ans et 5 ans ;
 - Obligations Assimilables du Trésor (OAT) : 7 ans, 10 ans et plus.

Les emprunts d'Etat ont un risque de non-paiement quasi-inexistant, en plus ce sont des emprunts liquides (on peut les vendre et les acheter facilement).

- **Les Entreprises** : Souvent les capitaux propres de l'entreprise ne suffisent pas à financer ses investissements. Elle procède alors, lorsque sa forme juridique lui permet, à l'émission des titres (obligations) destinés à des investisseurs (personnes physiques et morales).

Il y a lieu de noter que seules les Sociétés Par Actions « SPA » dites aussi sociétés de capitaux ont la faculté d'exprimer leur capital en actions ou de lancer un emprunt obligataire.

- **Les établissements de crédit** : Ce sont les banques et les entreprises financières qui recourent aux marchés financiers en vue du financement de leurs besoins économiques.

4.4.2 Les investisseurs

On dénombre quatre (4) types d'intervenants sur le marché obligataire en tant qu'investisseurs et qui sont :

- **Les investisseurs institutionnels** : Qui comprennent :
 - Les compagnies d'assurance et les caisses de retraite, qui placent une partie de leurs ressources en valeurs mobilières afin de faire face aux engagements pris vis-à-vis des clients ;

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

-
- Les caisses de dépôts et consignations qui gèrent notamment les dépôts effectués dans les caisses d'épargne et de prévoyance ;
 - Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM); sont des détenteurs des valeurs mobilières. Ils regroupent deux catégories d'institutions :
 - Les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV); qui sont des Sociétés Par Actions (SPA). Elles procèdent pour le compte de leurs actionnaires à l'acquisition et la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières ;
 - Le Fond Commun de Placement (FCP); qui est composé des copropriétés de valeurs mobilières gérées par des sociétés de gestion pour le compte de leurs porteurs de parts. Ils ne disposent pas de personnalité morale. La copropriété est représentée par une part attribuée à des épargnants en proportion des sommes versées.
 - **Les ménages :** Ce sont des particuliers qui se présentent pour investir leur épargne financière.
 - **Les entreprises :** Elles sont non seulement émettrices de titres, mais aussi investisseurs à titre de gestion de portefeuille.
 - **Les banques :** Elles peuvent répondre à la demande de capitaux à long terme (demande du marché financier) soit directement, en utilisant une partie des capitaux qui leur appartiennent (recours au marché pour les placements des excédents de trésoreries), soit comme intermédiaires entre les demandeurs et les offreurs des capitaux à long terme.

4.5 Quelques types d'obligations

- **Les obligations classiques :** est une forme particulière de titre à long terme dans laquelle le taux facial (coupons ou intérêts servis à chaque échéance) et le prix de remboursement sont fixes.
- **Les obligations à taux variable ou révisable :** sont des obligations qui ont un coupon qui varie en fonction des taux prévalent sur le marché. L'objectif de cette indexation est de limiter l'influence des fluctuations des taux de marché sur la valeur des titres.
- **Les obligations indexées :** sont des obligations qui ont un coupon qui varie en fonction du niveau d'une variable économique. Il peut s'agir : d'un indice boursier, de la valeur de l'action d'un émetteur, de la valeur d'un panier d'action, d'un indice de prix, ...
- **Les obligations assimilables au trésor (OAT) :** ce sont des titres de créance qui représentent une part d'un emprunt à long terme émis par l'Etat. L'Etat s'engage alors à rembourser à l'obligataire en une seule fois cette part d'emprunt à une échéance de sept à trente ans et dont la rémunération est à intérêt annuel. Les OAT sont cotées en Bourse pendant toute la durée de leur vie, ce qui permet d'ailleurs de s'en défaire facilement.
- **Les obligations à coupon zéro :** ce sont des obligations émises à un prix bas et remboursées à un prix élevé, ce qui permet au porteur de ce type d'obligation de

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

réaliser une plus-value intéressante. En revanche, ces obligations ne rapportent aucun intérêt.

- **Les obligations convertibles en actions (OCA) :** ce sont des obligations ayant la possibilité d'être converties en actions à tout moment ou plusieurs époques déterminées à l'avance par l'émetteur. Cependant, ces obligations sont émises à un taux inférieur aux obligations classiques.

4.6 Le montage juridique de l'émission d'un emprunt obligataire

Cette étape consiste à s'assurer de l'éligibilité de l'entreprise à émettre des obligations les conditions que l'entreprise doit satisfaire à cet effets sont :

- Le statut de la société par action ou le groupement d'intérêts économique composés exclusivement de sociétés par actions ;
- Le capital doit être libéré entièrement ;
- Elle doit avoir deux années d'existence et avoir eu deux bilans approuvés par les actionnaires. A défaut elle doit apporter la garantie de l'Etat ;
- Avoir réalisé des bénéfices durant le dernier exercice ;
- Doit désigner un IOB qui sera chargé de suivre les procédures d'admission de l'introduction en bourse (dans le cas où les obligations seront cotées en bourse), il intervient également en tant que conseiller financier et assure la relation entre l'entreprise et l'autorité du marché ;
- Elle doit soumettre la notice d'information pour visa de l'autorité du marché.

La décision d'émettre l'emprunt est du ressort de l'assemblée générale des actionnaires celle-ci peut déléguer ses pouvoirs au conseil d'administration ou au conseil de surveillance ou encore au directoire.

4.7 Les risques liés à l'emprunt obligataire

Il existe une multitude de risques liés à l'obligation et sont classés en deux catégories : les risques systématiques et les risques spécifiques.

4.7.1 Les risques systématiques

Pour un titre, c'est le risque corrélé au marché. Il est dû à l'évolution de l'ensemble de l'économie, de la fiscalité, des taux d'intérêt, de l'inflation, des changements de gouvernement, etc., nous l'appelons également risque de marché. On distingue :

- **Le risque de taux d'intérêt :** C'est la première et la plus importante source de risque des investisseurs puisqu'il est la principale cause de la volatilité des prix du marché

Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement

obligataire. Lorsque les taux d'intérêt de marché augmentent, le prix des obligations baisse, et inversement. Lorsque les taux d'intérêt deviennent plus volatils, le prix des obligations le devient également.

- **Le risque d'inflation** : Le risque d'inflation est le risque couru si l'inflation réduit la valeur exprimée en termes de pouvoir d'achat que les cash-flows qu'une obligation génère. L'inflation conduit également à des taux d'intérêt plus élevés, ce qui entraîne à son tour la baisse de prix des obligations.
- **Le risque de change** : Le risque de change concerne les obligations libellées en monnaies étrangères, et réside dans le risque de fluctuation de la monnaie nationale par rapport à la monnaie étrangère dans laquelle l'obligation est libellée. Ainsi si la monnaie nationale s'apprécie par rapport à la monnaie étrangère, le rendement de l'investisseur sera alors inférieur au taux d'intérêt stipulé dans le contrat d'émission et inversement.
- **Le risque politique ou juridique** : Il s'agit du risque qu'un gouvernement ou toute autre autorité afférente impose de nouvelles restrictions fiscales ou juridiques sur les titres déjà acquis.

4.7.2 Les risques spécifiques

« Le risque spécifique est propre à chaque titre, il est indépendant du risque général du marché »²⁴.

Appelé aussi le risque non systématique, ce risque est attribuable à des facteurs dont l'influence se fait sentir sur une firme ou, tout au plus, sur un ensemble de firmes.

- **Le Risque de crédit ou risque de non-paiement** : Aussi appelé « risque de défaut » ou « risque de signature » est la probabilité que l'émetteur des titres ne soit pas en mesure de faire face à ses engagements contractuels relativement aux paiements des intérêts et au remboursement du principal de la dette à la date d'échéance des titres¹. Il est lié donc à la qualité et à l'intégrité financière de l'émetteur. Plus la santé financière de ce dernier est bonne et moins le risque de défaillance est important.
- **Risque de liquidité** : C'est le risque de ne pas trouver preneur au titre lorsqu'on veut le vendre, ou bien le vendre avec une décote. De ce fait, il faut éviter les obligations pour lesquelles il y a peu de transactions, c'est-à-dire peu liquides.

Si on a l'intention de conserver une obligation jusqu'à échéance, le risque de liquidité ne nous concerne pas. Mais si on veut la vendre avant échéance, ce risque devient pertinent.

- **Risque de remboursement anticipé au gré de l'émetteur** : Si l'emprunteur exerce son droit de remboursement anticipé à la suite d'une baisse des taux d'intérêt, l'investisseur ne pourra réinvestir le montant reçu qu'à un taux inférieur à celui qui était en vigueur au moment de l'investissement.

4.8 Les avantages et les inconvénients d'un emprunt obligataire

4.8.1 Les avantages de l'emprunt obligataire

- Faire connaître la notoriété de la société surtout vis-à-vis de sa crédibilité ;
- Instaurer un climat de confiance vis-à-vis les actionnaires, les clients ainsi que les partenaires ;
- La non dilution de capital car l'entreprise bénéficie de prêt sans perdre le contrôle de capital ;
- C'est un moyen de financement moins coûteux que l'ouverture ou bien l'augmentation de capital ;
- L'entreprise qui bénéficie de l'emprunt obligataire à une liberté d'utilisation des fonds obtenus ;

4.8.2 Les inconvénients de l'emprunt obligataire

- Lorsque l'organisation émettrice de l'emprunt obligataire fait faillite, l'investisseur fera alors partie de ses créanciers, tout en bout de la chaîne. Il sera alors plus difficile de récupérer les fonds investis, mais moins difficile que pour les actionnaires. C'est ce qu'on appelle le risque de signature.
- Lorsque le taux d'intérêt augmente, le cours des obligations anciennes baisse puisque les obligations nouvellement émises sont plus attractives.

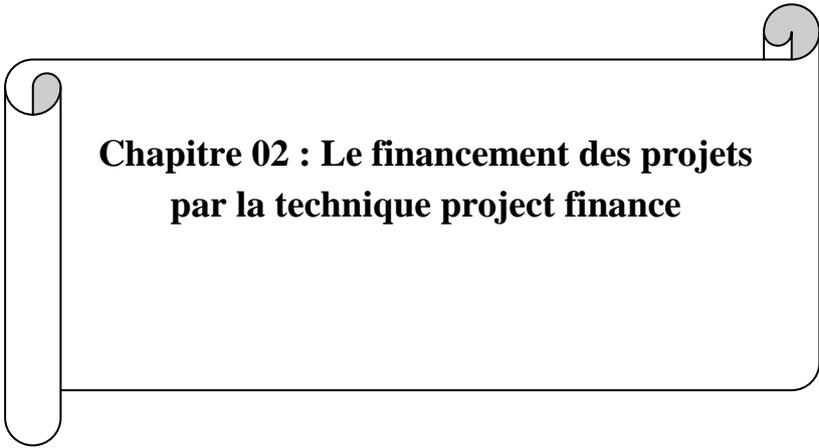
Conclusion du premier chapitre

En guise de conclusion à ce chapitre, on dira que l'investissement dans ses différentes formes représente un levier de la croissance et de création de richesse des entreprises.

Pour financer ses investissements, l'entreprise dispose de plusieurs options de financement. Le choix de financement le mieux approprié représente un aspect déterminant de la stratégie financière de l'entreprise. Cependant, afin de réussir ce choix, l'entreprise doit connaître, au préalable, les différentes sources de financement existantes qu'elles soient internes ou externes.

La connaissance des différents modes de financement existants permet à l'entreprise de faire une meilleure combinaison financière entre les capitaux propres et les dettes, afin d'augmenter le rendement potentiel de l'investissement.

Dans le prochain chapitre, nous allons présenter le project finance qui est un nouveau mode de financement récemment pratiqué en Algérie.



**Chapitre 02 : Le financement des projets
par la technique project finance**

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

Introduction du deuxième chapitre

Le project finance est une technique spécifique pour financer les grands projets qui nécessitent une structure contractuelle rigide en raison de la multiplicité des intervenants afin d'éviter tout conflit d'intérêts et répartir les risques entre les différents intervenants.

Les méga projets sont généralement réalisés par des entreprises internationales spécialisées dans la construction et l'ingénierie industrielle ayant des hautes technologies et un savoir faire ce qui nécessite des fonds importants. Ces projets imposent un problème de liquidité qui touche par ailleurs la santé de budget d'un Etat. Du coup, le project finance est considéré comme une solution adéquate pour concrétiser les investissements en tant qu'alternative au budget de l'Etat.

C'est un financement sur mesure qui est adapté aux spécificités de chaque projet, il est basé sur les flux de trésorerie générés du projet qui constituent la seule garantie pour le remboursement de la dette. De ce fait, les prêteurs prennent des suretés sur l'actif du projet pour pouvoir prendre le contrôle de la trésorerie de la société projet.

Vu la taille importante du projet, il existe plusieurs risques qui sont partagés avec les parties prenantes du projet (risques technologiques, économiques, politique, ...) et qui peuvent influencer sur la rentabilité du projet. Pour éviter tout événement inattendu, il faut se couvrir contre les risques encourus du projet par le recours aux différentes types de garanties.

Dans ce chapitre, nous allons présenter le terme du project finance à travers les connaissances et les explications que nous allons apporter. Ce chapitre sera divisé en trois sections :

Section 01 : Généralités sur le project finance.

Section 02 : La structure contractuelle et financière en project finance.

Section 03 : L'analyse des projets en project finance.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

Section 01 : Généralité sur le project finance

1. Introduction au project finance

1.1. Définition de project finance

Bien qu'il n'existe pas de définition unique, l'on peut retenir quelques définitions typiques :

La technique « Project Finance » est une forme de montage contractuel et financier permettant de financer des ouvrages et des services. Ceux-ci doivent être autonomes par rapport aux entités publics et privés qui les ont décidés et /ou développés. Le remboursement des fonds prêtés s'effectue, en effet, quasi uniquement sur la base des flux de trésorerie du projet. Les banques ou autre prêteurs assument le risque sur les recettes du projets et ne peuvent recourir au crédit des développeurs du projet que dans des cas limites .Ces montages ne sont donc pas utilisés au seins de l'entreprise, mais pour des Operations spécifiques, identifiées et comptabilisés dans des structures juridique (ad hoc).²²

Le project finance est une technique de financement par laquelle les prêteurs acceptent de financer un projet en se basant uniquement sur sa rentabilité et sa valeur propre, de sorte que le remboursement du prêt (ou des prêts) dépend essentiellement des cash flows générés par le projet lui-même.²³

Il est défini aussi comme étant une mise en place d'un financement sur mesure au moyen des prêts et d'apports en capital adapté à un projet déterminé et à ses remboursements de l'emprunteur, mais plutôt sur la capacité du projet a généré des cash-flows ainsi que sur les revenus anticipés par les contrats signés par la dite société de projet. Car en Project finance l'emprunteur est une société ad hoc établie, uniquement pour les besoins du projet et dont les actifs sont limités à son capital social et aux recettes engendrées par l'exploitation du projet.²⁴

Autrement dit, le project finance est une forme de montage contractuel et financier permettant de financer des ouvrages de grande ampleur. Il peut être sans recours ou à recours limité dans laquelle la dette et les fonds propres du projet utilisés pour financer le projet sont payés de la trésorerie générée par le projet, cela dépend d'une évaluation détaillée des risques de construction, d'exploitation et de revenus d'un projet, et de leur répartition entre les sponsors, les prêteurs et les autres parties par le biais d'arrangements contractuels et autre. Les prêteurs se fondent beaucoup plus sur la faisabilité économique et industrielle du projet que sur le bilan ou les mérites des dits actionnaires.

²² Michel LYONNET DU MOUTIER, « financement sur projet et partenariat public-privé ».Ed : EMS.2006.page

²³ NIMROUD ROGER, TAFOTIE YOUMSI, « introduction au project finance ». Ed : Larcier Business 2015. Page23.

²⁴ Alexandra KOUTOGLIDOU,« financement privé pour infrastructures publiques», Aristotle University of Thessaloniki, 2005, page 4.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

1.2. Caractéristiques du Project finance

Les principales caractéristiques de ce mode de financement sont les suivants :

- Le project finance est une forme de financement adéquat pour les grands projets d'investissements dont le coût est important (supérieurs à 50 millions de dollars) et la durée de vie est longue (de 20 à 30ans).
- Il se fait par une société de projet nommé «Spécial Purpose Vehicle » (SPV), qui devient le véritable propriétaire du projet, et à travers laquelle toutes les parties sont liées.
- La société de projet est une entité légale dotée d'une personnalité morale, indépendante de ces sponsors, sans actifs autres que ceux de projet.
- Les flux de trésorerie dégagés par l'exploitation des actifs constituent le seul moyen de remboursement des prêts contractés auprès des banques.
- La société de projet fonctionne avec un ratio élevé de la dette (de 70 à 90%), tandis que le ratio de fonds propres est faible (de 10 à 30%) entraînant ainsi un effet de levier important.
- les actifs du projet font souvent l'objet de garanties pour la couverture des crédits bancaires octroyés.
- Le financement bancaire dans le cadre du project finance pourrait être assuré par plusieurs banques constitués en syndicat de financement représentés par une banque chef de file.
- Le Project Finance est un type de montage juridique et financier très complexe faisant appel à plusieurs intervenants et différentes sources de financement, ce qui explique sa structure contractuelle lourde.
- Ils comprennent généralement deux grandes phases (construction et exploitation) présentant un profil de risques différent .La plupart des dépenses d'investissement se concentrent dans la phase initiale, les recettes ne commençant à apparaître qu'une fois la phase d'exploitation engagée.
- Les risques multiples et majeurs sont partagés entre plusieurs participants.
- C'est un financement sans recours lorsque les bailleurs de fonds ne peuvent pas se retourner contre les sponsors en cas de défaillance du projet. Cependant, ce type de financement est rarement accepté par les prêteurs. Par conséquent, ces derniers peuvent toujours avoir un recours sur les sponsors « financement à recours limité ».

1.3. Les notions de base

1.3.1. Notion de grands projets d'investissement

Un grand projet se définit par son caractère stratégique pour les sponsors, sa complexité, sa durée de développement et par sa taille qui dépassent souvent les capacités de financement d'une entreprise.

1.3.2. Notion de financement « sans recours » et « à recours limité »

- La notion de financement sans recours implique que les prêteurs n'ont pas le droit de se retourner contre les sponsors du projet où cas où les flux de trésorerie générés sont insuffisants pour rembourser la dette.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

- La notion de financement à recours limité implique que les prêteurs ont un recours limité envers les actifs du projet (y compris les garanties d'achèvement et de bonne exécution et les obligations) en cas de défaut de la société de projet.

1.3.3. La notion de partage du risque

Le partage de risque est de limiter et réduire la probabilité et l'impact d'incertitude des risques en les transférant vers des parties qui peuvent mieux les gérer. A travers des accords entre les intervenants du projet ou bien de souscrire des polices d'assurances.

1.3.4. La notion de concession :

Le mot concession vient du latin *concedere* et signifie "mettre à la place de". C'est la forme de partenariat public privé (PPP) la plus utilisée.

Le PPP est un contrat à long terme entre une entité publique et autre privé pour que cette dernière puisse concevoir, financer, construire et exploiter un ouvrage participant d'un projet de service public.

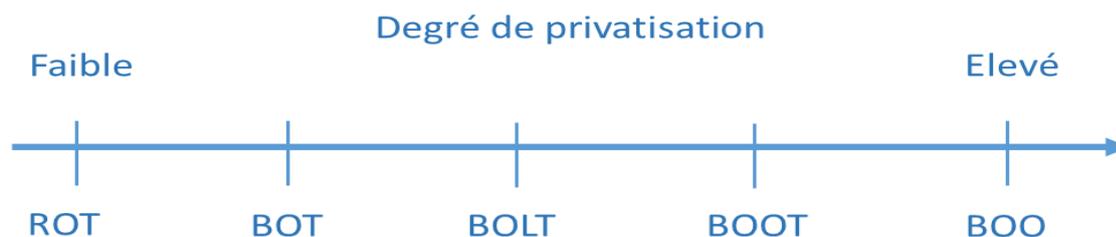


Figure N° 06 : Degré de privatisation en fonction du montage utilisé²⁵

- **ROT (Rehabilitate Operate Transfer)**: considéré comme un accord contractuel par lequel une installation existante est remise à une entité privée pour la remettre en état, exploiter et maintenir pour une période déterminée de franchise, à l'expiration du contrat, le titre juridique à l'installation est remis au gouvernement. Le terme est également utilisé pour décrire l'achat d'une installation existante de l'étranger, la remise en état, le montage et le consommer dans le pays d'accueil.
- **BOT (Build Operate Transfer)** : le gouvernement cède les droits de construction et d'exploitation d'une installation publique à un secteur privé pour une période de temps significative. A la fin de la période de temps, la propriété de l'installation sera transférée à l'organisme public.
- **BOLT (Build Operate Lease Transfer)** : le gouvernement accorde une franchise à un partenaire privé pour concevoir, financer, construire et louer l'installation à un organisme public. L'organisme privé exploite les installations pour la durée du bail, puis transfère la propriété à l'organisme public.
- **BOOT (Build Own Operate Transfer)** : Le gouvernement accorde une franchise à un partenaire privé pour financer, concevoir, construire et exploiter une installation pour une

²⁵ M.L. du Moutier, « Financement de projet et partenariats publique-privé 2ème Edition » 2012, p30.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

période de temps précise. La propriété de l'installation est transférée au secteur public à la fin de cette période.

- **BOO (Build Own Operate)** : Le gouvernement accorde le droit de financer, concevoir, construire, exploiter et entretenir un projet à une entité privée, qui conserve la propriété du projet. L'entité privée n'a pas à transférer l'établissement au gouvernement.

1.4. Le champ d'application

Le Project finance est très utilisé dans les projets qui dépassent généralement les 50 Millions de dollars et souvent dans la production de biens de large consommation (électricité, gaz, matières premières...), l'industrie, télécommunication, l'infrastructure et même les parcs d'attractions.

Son application n'est pas possible pour tout type de projet. Elle est présente que dans le cas d'un secteur réglementé (l'eau, les infrastructures, le transport, l'électricité, etc.) ou d'un projet de ressources naturelles, qui bénéficie d'un large marché (cuivre, pétrole, gaz, etc.).

Il s'est développé en fonction du profil de leurs cash-flows et selon leurs modes de structuration juridique et contractuelle (Montage) :

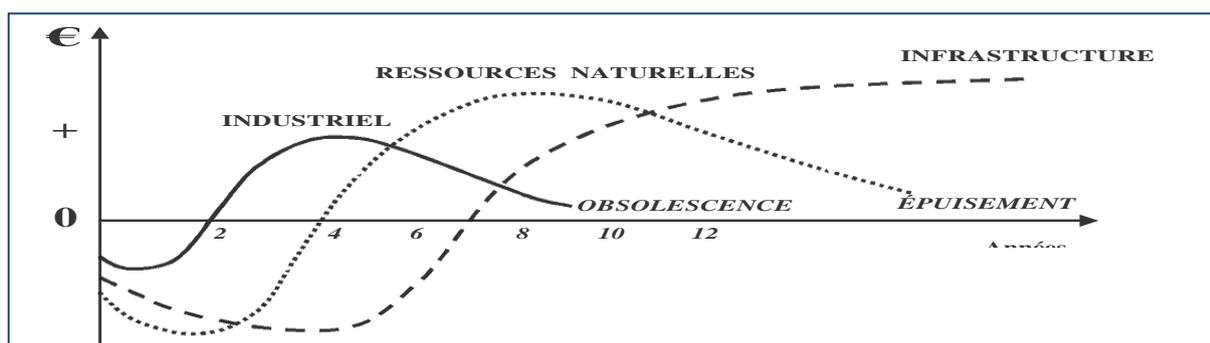


Figure N°07 : Comparaison des profils de cash-flows entre les trois types de projets²⁶

Selon le graphique précédent, on peut distinguer 3 types de projets qui sont les suivants :

1.4.1. Les projets d'infrastructures

Ils englobent tous les projets d'investissement à intérêt général tels que les canaux, les chemins de fer, les barrages d'eau, les autoroutes et les ouvrages d'art (ponts, tunnels...).

Ces projets ont un caractère durable (durée de vie dépassant les 50 ans), et leurs cash-flows s'étalent sur de longues durées.

1.4.2. Les projets d'exploitation des ressources naturelles

Ils englobent l'extraction pétrolière et gazière et des gisements miniers, qui sont toujours précédées par une panoplie d'expertises et d'études minutieuses des lieux, ce qui nécessite une mobilisation importante des fonds.

²⁶ M.L. du Moutier, « Financement de projet et partenariats publique-privé 2ème Edition » 2012, p27.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

Ces projets ont une durée de vie relativement longue (du début de production à l'épuisement des réserves), et leurs revenus augmentent avec la cadence de la production puis déclinent avec l'épuisement des réserves qui marque la fin du projet.

1.4.3. Les projets industriels

Dans ce cas, on peut évoquer le domaine des télécommunications, les installations industrielles à caractère environnementales (stations de traitement des eaux et des déchets), les industries lourdes (aéronautique, navale), les loisirs (parcs aquatiques et zoologiques).

Ce genre de projets nécessite des investissements importants en début d'opération et comme les technologies employées peuvent devenir rapidement obsolètes, leurs revenus doivent être positifs et importants dès les premières années d'exploitation.

1.5. Les avantages et les inconvénients du Project finance

Le project finance se caractérise par un ensemble d'avantages que l'on ne trouve pas dans les autres types de financement tels que la notion de « sans recours » ou « à recours limité » envers les sponsors, la déconsolidation de la dette et le partage de risque... Mais il existe toujours des inconvénients lors l'utilisation de ce type de financements tels que la complexité de la structure contractuelle, la diversité des risques qui engendrent des coûts très chers. Le tableau suivant représente Les avantages et les inconvénients du project finance pour chaque parties.

Intervenants	Avantages	Inconvénients
Investisseurs	<ul style="list-style-type: none">- Le financement de projet permet d'obtenir un effet de levier assez élevé, et une rémunération des fonds propres très importante, engendrée par la forte part de la dette dans la structure de financement.-C'est un montage flexible, sur mesure et adapté aux spécificités de chaque projet.- La responsabilité est limitée au montant des capitaux apportés par les sponsors grâce au financement sans recours ou à recours limité.- Il permet souvent, pour une société privée, de ne pas consolider la dette contractée pour financer l'investissement au bilan de la société promotrice de l'opération.-La garantie est limitée à l'actif du	<ul style="list-style-type: none">-Compte tenu du nombre de parties concernées seront souvent des conflits d'intérêts durant la période de négociation, qui sont difficiles à harmoniser.-Les risques liés au financement de projets peut conduire à coûter trop cher et où les coûts imprévus seront ajoutés dans certaines situations.-Coûts de transaction élevés : frais d'études et de l'administration, les frais et les commissions d'experts impliqués, peuvent représenter entre un et deux pour cent du volume de l'opération.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

	<p>projet.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Une meilleure diversification du risque entre les différents intervenants. 	
Banques	<ul style="list-style-type: none"> - La perception d'importantes rémunérations grâce aux différents intérêts et commissions qu'elles reçoivent. - La participation des banques au financement des grands projets d'investissement leur permet de promouvoir leurs images de marque. - Le nantissement de tous les contrats et comptes du projet au profit de la banque, ce qui offre de bonnes garanties contre les différents risques. - Les banques bénéficient d'un soutien du gouvernement lorsque les projets financés sont d'utilité publique. 	<ul style="list-style-type: none"> - l'existence d'une structure contractuelle complexe et coûteuse à cause de la multiplicité des intervenants. -La conception de l'opération est complexe et la nécessité de couvrir les risques et de fournir des garanties afin d'obtenir du financement nécessite de fortes doses d'ingénierie financière - juridique. -La phase de contrôle (Due diligence) est lourde et s'étend sur une durée assez longue.
Pays hôte	<ul style="list-style-type: none"> -La réduction des délais de réalisation et l'allègement du budget d'Etat. -Il favorise la participation du secteur privé et l'entrée des investissements étrangers dans les pays émergents. -L'accès aux nouvelles technologies qui, autrement, pourraient ne pas être disponibles, en particulier pour les pays en développement. 	<ul style="list-style-type: none"> -La qualité des services rendus par le secteur privé peut ne pas être à la hauteur de ce qui a été prévu. -La gestion du projet Par des promoteurs privés limite l'autonomie du gouvernement. -L'accès aux nouvelles technologies qui pourraient ne pas être disponibles, en particulier pour les pays en développement.

Tableau N°06 : Les avantages et les inconvénients du « Project Finance ».²⁷

²⁷ Réalisé par nos soins

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

2. Les participants au project finance

L'une des principales caractéristiques du project finance est la multiplicité des intervenants ayant le même objectif qui est la réussite du projet, mais chacun entre eux répond aux exigences d'un contrat précis.

Le schéma ci-dessous représente les principaux intervenants et les différents contrats conclus entre eux dans le cadre du «Project Finance».

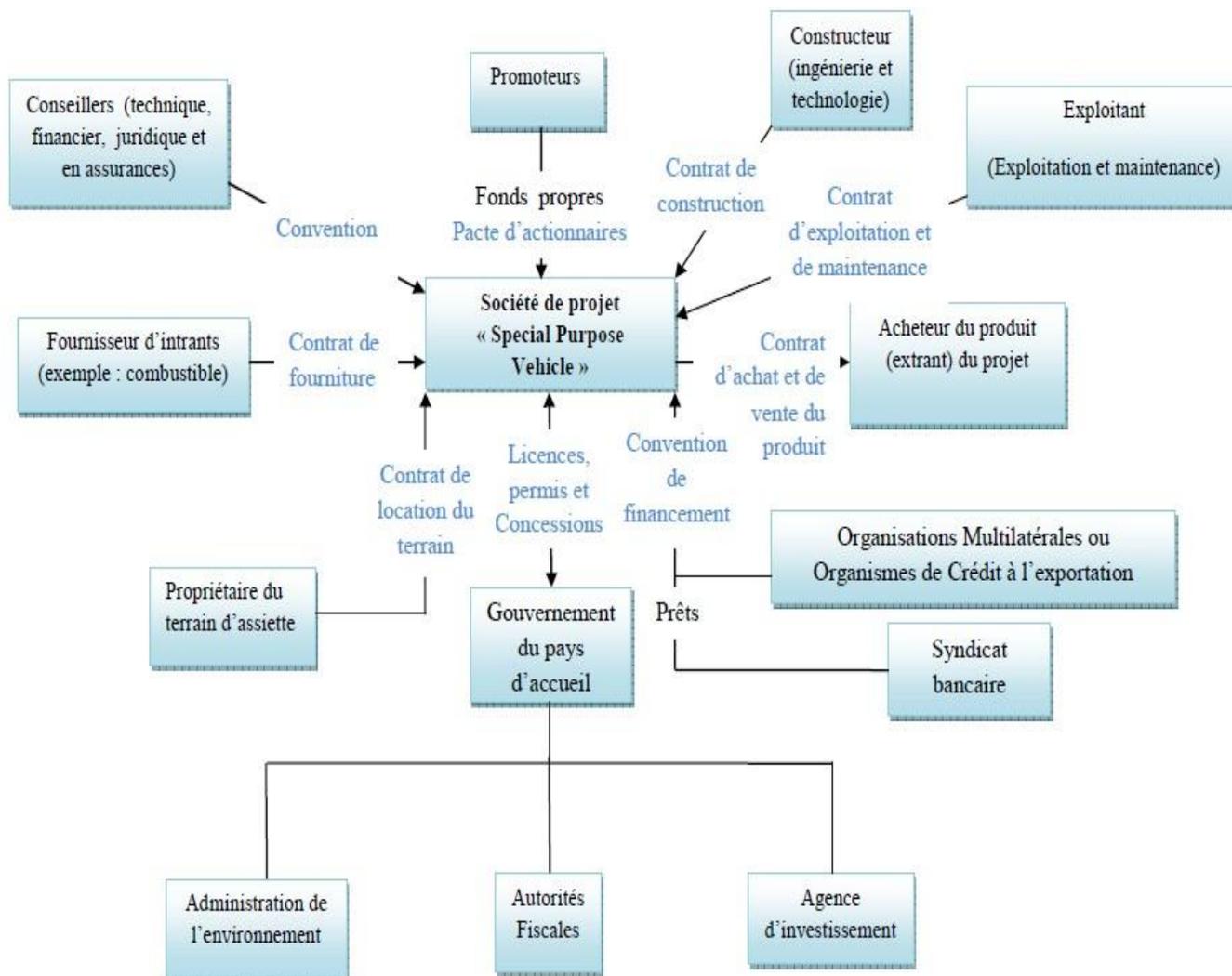


Figure N°08 : Les principaux intervenants et les différents contrats conclus dans une opération de « Project Finance » .²⁸

²⁸ Guide de financement de projets MDP, Institut de la Banque Mondiale, Mai 2007.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

2.1. La société de projet

C'est une entité juridique distincte créée par l'ensemble des actionnaires (sponsors) qui sont liés par un pacte d'actionnaires. Elle est créée non seulement pour le but de réaliser, d'exploiter et de maintenir le projet mais beaucoup plus pour isoler le risque financier.

Elle fonctionne comme une entreprise à main invisible du promoteur qui prend des risques et fait des tâches que le promoteur lui-même n'est pas prêt à supporter.

Les sociétés de projet peuvent revêtir différentes formes juridiques (SPV, Partnership, Joint venture, Société de capitaux, société mixte, ...). Le choix de la forme juridique dépend des aspects économiques, financiers, juridiques et comptables du projet.

2.2. Les promoteurs

Ce sont les actionnaires ou les commanditaires du projet, ils peuvent être des personnes physiques ou morales de droit public ou privé ou même des institutions multilatérales ayant comme but d'initier, promouvoir et d'organiser le montage juridique et financier du projet. Ils se partagent le capital de la société du projet en tant qu'apporteurs des fonds propres ou quasi-fonds propres, comme ils peuvent être des contractants dans la mesure où ils peuvent jouer le rôle de constructeur, exploitant, fournisseurs, acheteurs, etc.

2.3. Les prêteurs

Ce sont les institutions financières (banques) qui prêtent les fonds nécessaires à la réalisation du projet. Vu la taille importante du projet, la lourdeur des fonds ainsi que le haut niveau du risque encouru par ce type de projet, les banques opèrent sous forme de pool bancaire²⁹. Chaque banque occupe une ou plusieurs tâches dont les plus importants sont les suivants :

- **La banque « chef de file »** : c'est elle qui est directement sollicitée par l'emprunteur, et qui pilote et assume le montage financier général du projet.
- **La banque « Underwriter »** : elle s'engage au financement total ou partiel du projet.
- **La banque « agent de sureté »** : elle gère toutes les suretés hypothéquées par l'emprunteur pour garantir le remboursement du crédit.
- **La banque « teneur de comptes »** : gère et inspecte les comptes à travers lesquels passeront toutes les flux de trésorerie générés par le projet.

2.4. Le constructeur

C'est le promoteur qui se charge de la conception, la réalisation et la mise en service du projet tout en respectant les termes conclus dans un contrat clé en main souvent appelé EPC³⁰. Comme il peut être un consortium de constructeurs dans les projets de grands envergures, tel que ces constructeurs peuvent être accompagnés par des sous-traitants afin d'éviter d'éventuels surcoûts et retards dans la réalisation.

²⁹ Réunion temporaire de deux ou plusieurs banques, ayant pour objet de répartir la charge d'un crédit destiné à un emprunteur

³⁰ **EPC** : Engineering, Procurement and construction (Ingénierie, approvisionnement et construction).

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

Le choix du constructeur se fait selon des critères bien précis tels que la notoriété, l'expérience et la qualité de ses réalisations précédentes.

2.5. L'exploitant

C'est celui qui se charge de l'exploitation et la maintenance du projet une fois la phase de construction terminée. Il s'occupe de l'exploitation pendant une période bien déterminée dans un contrat d'exploitation et de maintenance « O&M »³¹.

2.6. Le fournisseur

C'est l'opérateur qui s'engage à approvisionner le projet en termes de matières premières, de services et d'équipements nécessaires à son fonctionnement selon un contrat d'approvisionnement signé avec la société de projet.

2.7. L'acheteur

La société de projet doit conclure un contrat de vente de sa production avec un acheteur solvable. Ce contrat porte la mention de « offtake ». L'acheteur peut être l'un des sponsors ou un opérateur public ou privé.

2.8. Les tiers investisseurs

Ce sont les apporteurs de capitaux investis dans le projet. Ils apportent des fonds et s'attendent à une rémunération (rendement des fonds placés), sans se mêler de la gestion du projet.

2.9. Les conseillers

Les sponsors ou les prêteurs font appel aux consultants professionnels locaux ou étrangers pour mettre à contribution leur savoir-faire, afin d'évaluer les données du projet, de se prononcer sur sa faisabilité et de certifier le projet réalisé. Il s'agit de :

2.9.1. Les conseillers financiers

Ce sont des bureaux d'audit et de consulting, des banques d'affaires ayant une notoriété internationale, ou même des banques commerciales impliquées dans le montage financier du projet. Ils offrent des estimations sur la viabilité du projet et aident les banques à concevoir un montage financier optimal et effectuent également des études de marché (offre et demande).

2.9.2. Les conseillers juridiques

Ce sont des cabinets d'avocats d'affaires réputés pour leurs compétences et connaissances dans leur domaine. Ils interviennent afin de réviser, d'analyser et veiller la conformité de tous les documents du projet (contrats, licences, permis et autorisations, ...), d'assister les parties contractantes et d'adopter des procédures adéquates afin de régler les litiges susceptibles et préserver leurs intérêts.

2.9.3. Les conseillers techniques

Ce sont des ingénieurs indépendants qui interviennent en leur qualité d'évaluateurs et accompagnent les prêteurs durant la phase de réalisation du projet. Ils analysent les critères du

³¹ O&M : Operation and maintenance (Opération et maintenance).

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

projet, se prononcent sur sa faisabilité technique et contrôlent l'état d'avancement des travaux.

2.9.4. Les conseillers en assurances

Ils fournissent des conseils en matière d'assurance, Leurs rôle consiste à identifier et analyser les différents risques encourus lors la réalisation du projet et proposer les polices d'assurances les plus compatibles aux besoins du projet. Ils peuvent également négocier et conclure des contrats d'assurance et de réassurance.

2.10. Les assureurs

Les prêteurs et les sponsors souscrivent des polices d'assurances pour s'assurer contre les différents risques éventuels susceptibles d'hypothéquer la réalisation du projet et le remboursement des dettes externes (les risques de dommages, perte d'exploitation et responsabilité civile).

2.11. Les agences de crédits à l'exportation

Ce sont des bureaux publics (ECA)³² qui octroient des crédits garanties par l'Etat aux entreprises locales privées opérantes à l'étranger. Leurs missions sont le développement et la promotion d'opérations de commerce extérieur, via des crédits subventionnés accordés aux exportateurs et importateurs.

2.12. Les institutions multilatérales

Il s'agit de la banque mondiale, du fonds monétaire internationale (FMI), de la banque européenne de développement(BCE) et d'autres organismes internationaux et régionaux qui accordent des aides aux pays émergents.

Ils sont en mesure de fournir aux banques commerciales un degré de protection contre les risques politiques dans le but d'assurer la viabilité financière du projet.

2.13. Le gouvernement du pays d'accueil

Il s'agit du gouvernement du pays ou le projet aura lieu. Il peut jouer le rôle d'un concédant qui délègue la réalisation et l'exploitation d'un projet à un concessionnaire. Il peut être fournisseur d'intrants, acheteur d'extrants ou même sponsor, soit directement soit par l'intermédiation d'une entité publique. Il peut également participer à des projets par le biais de la réglementation et de l'octroi de licences³³.

Le gouvernement peut également encourager les promoteurs en leurs accordant des exonérations fiscales, des bonifications du taux d'intérêt et des subventions.

³² ECA : Export Credit Agency.

³³ R.J. Clews, «project finance for the international petroleum industry », Ed:Elsevier, 2016, p62

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

3. Généralités sur les contrats EPC

Les contrats EPC dit contrat « clé en main » sont des contrats très répandus au sein de l'industrie de la construction et de l'ingénierie industrielle notamment dans le secteur des énergies (électricité, pétrole et gaz).

3.1. Définition d'un contrat EPC

Le contrat EPC (Engineering, Procurement and Construction) est une forme contractuelle utilisée pour entreprendre des travaux de construction à grande échelle pour des projets complexes en général. Le contrat « clé en main » est « un contrat par lequel un ensemble s'engage à livrer un ouvrage complet en état de marche, depuis la conception jusqu'à la mise en service»³⁴.

L'entrepreneur en ingénierie et en construction réalisera la conception technique détaillée de projet, achètera tout l'équipement et les matériaux nécessaires, puis construira une installation ou un bien fonctionnel pour ses clients.

L'entrepreneur EPC doit exécuter et livrer le projet dans un délai et un budget convenus, communément appelé un contrat clé en main LSTK (lump Sum Turn Key), car, à l'achèvement du projet, le propriétaire peut simplement « tourner une clé » pour commencer à fonctionner. Ce genre de contrat expose l'entrepreneur EPC au risque lié au calendrier et au budget. Ce type de projet nécessite une haute technologie, un savoir faire et une main d'œuvre qualifiée et expérimentée.

3.2. Les caractéristiques d'un contrat EPC

Vu que l'objectif final d'un contrat EPC est celui de construire un ouvrage prêt à fonctionner, généralement, les clauses principales dans un contrat de construction sont ceux dont l'impact influe sur :

- Les coûts
- Le temps
- La performance

Parmi les caractéristiques essentielles d'un contrat EPC nous pouvons citer :

- **Un montant forfaitaire** : Généralement, le contrat EPC est conclu pour un montant fixe qui est déterminé avant le début des travaux et s'il y'a un dépassement de coût, c'est l'entrepreneur qui doit le supporter.
- **Une date d'achèvement fixe** : la durée du contrat EPC est fixe et elle est déterminée à l'avance. Où cas où l'entrepreneur n'a pas respecté, il doit payer des pénalités à la société de projet.
- **Un seul point de responsabilité** : l'entrepreneur est le seul responsable du projet de phase de conception jusqu'à la mise en service.
- **Garanties de performance** : Il existe dans un contrat EPC, des garanties adossées à des dommages – intérêts de performance, si l'entrepreneur ne respecte pas ces garanties d'exécution.

³⁴ Définition donné par l'encyclopédie pratique des droits et des contrats :(www.lawperationnal.com).

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

- **Clauses de sécurité :** L'entrepreneur doit fournir, des performances sécuritaires qui protègent la société de projet en cas de non-respect de ses obligations contractuelles.

3.3. Avantages et inconvénients d'un contrat EPC

Dans le tableau suivant, on trouve quelques avantages et inconvénients d'un contrat EPC :

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none">- l'existence d'un seul entrepreneur rend la gestion du projet plus facile à faire.- le maître d'ouvrage assume moins de risque car la majorité des risques importants du projet sont assumés par l'entrepreneur.- Les coûts supplémentaires dus au non respect de délai ou du coût du projet sont supportés par l'entrepreneur.- Une certitude des coûts dès le début grâce au prix forfaitaire et à la durée fixe du contrat.- Une concurrence réduite car il y'a un nombre limité d'entrepreneurs qui peuvent assumer les risques de tel projet.	<ul style="list-style-type: none">- Des risques majeurs sont transférés aux entrepreneurs, ce qui entraîne des contingences et des majorations plus élevées pour le prix du contrat.- Le propriétaire perd son implication dans le processus de conception, c'est-à-dire qu'il perd le contrôle du projet.- Le propriétaire transfère les risques à l'entrepreneur, donc si ce dernier n'est pas qualifié, le projet sera en danger.- Modification limitée du projet par le propriétaire, y compris les modifications de conception.

Tableau N°07 : Avantages et inconvénients de l'EPC³⁵

Section 02 : La structure contractuelle et financière du project finance

1. La structure contractuelle du project finance

Le project finance est caractérisé par la complexité du package contractuel. Ce dernier est constitué de plusieurs contrats et documents qui servent à organiser les relations, définir les droits et obligations des parties intervenantes du projet en terme de réalisation et exploitation.

Il n'existe pas de série standard de documents de projet. Chaque projet aura son propre ensemble de documents spécialement conçus pour ce projet particulier. Vous trouverez ci-dessous une brève description de certains des documents clés que l'on trouve dans de nombreuses structures de financement de projets.

1.1. Les documents de projet

1.1.1. Le pacte d'actionnaires

C'est une convention entre les actionnaires, elle fixe les droits et les obligations respectives des sponsors les uns envers les autres ainsi qu'elle permet aux actionnaires de constituer la société de projet et de déterminer les règles de fonctionnement de cette dernière. Cette convention est conclue pour faire face aux points suivants :

³⁵ Réalisé par nos soins

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

- L'injection de capital social.
- Règles d'attribution des droits de vote.
- La politique de distribution des dividendes.
- La gestion de la société de projet SPV.
- La résolution des litiges

1.1.2. Le contrat de concession

C'est un document qui confèrera à la société de projet le droit d'explorer, d'exploiter et de développer le projet ainsi que d'autres droits en relation avec le projet. Il porte sur les aspects suivants :

- Une durée de concession bien déterminée.
- Les droits et obligations imposés au concessionnaire et au concédant.
- Cessions et transferts (les prêteurs du projet voudront être certains de pouvoir bénéficier de la concession qui leur est attribuée à titre de garantie).

1.1.3. Le contrat de construction

C'est un contrat signé par la société de projet et le constructeur et qui oblige ce dernier à fournir un ensemble de travaux conforme au cahier de charges. Il contient essentiellement des points suivants :

- Une description du projet inclus le prix et conditions de paiement, La date d'achèvement.
- Des garanties liées au bon fonctionnement du programme et au respect des délais.

1.1.4. Le contrat d'exploitation et de maintenance

C'est un contrat passé entre la société de projet et un opérateur chargé de l'exploitation et la maintenance du projet. Ce contrat vise à :

- Attribuer le risque d'exploitation et de maintenance du projet à l'exploitant.
- S'assurer que l'exploitant respecte les garanties de performance de manière à maximiser la capacité de générer des revenus.
- S'assurer que les installations sont exploitées et entretenues à des niveaux et selon les budgets convenus avec la société.

1.1.5. Le contrat d'approvisionnement

C'est un contrat passé entre la société de projet et un fournisseur qui est capable de fournir le combustible pendant toute la période de l'exploitation du projet pour éviter les ruptures d'approvisionnement préjudiciables.

1.1.6. Le contrat de vente « Offtake »

C'est un contrat signé par la société de projet et l'acheteur du produit résultant de l'exploitation du projet. Ce contrat vise à fournir un cash-flow suffisant à la société de projet

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

afin d'assurer le remboursement des dettes, des coûts d'exploitation et un retour sur investissement.

Il existe plusieurs types de contrat de vente, les plus populaires sont:

- **Le contrat « Take or Pay »** : L'acheteur est contraint de payer toute la production disponible même si ses besoins sont inférieurs, ce qui représente une bonne garantie pour les prêteurs.
- **Le contrat « Pass-through »** : Toutes les charges supportées par la société de projet sont facturées à l'acheteur. Ce genre de contrat est fréquemment utilisé dans les projets d'énergie.

1.1.7. Le contrat de location du terrain

C'est un contrat signé par la société de projet et le propriétaire du terrain. Ce dernier, sera destiné uniquement à l'implantation et l'exploitation du projet pendant toute la période d'exploitation du projet en contrepartie d'un loyer. Ce contrat vise à déterminer les modalités de location, la durée de location et le loyer.

1.1.8. La convention ANDI

C'est une convention signée entre la société de projet et l'Agence National de Développement de l'investissement. Elle traite les aides accordés par l'Etat (bonification du taux d'intérêt, exonération d'impôt, exonération du droit de douane, etc.).

1.2. Les documents de financement

1.2.1. La convention de financement

C'est un contrat de crédit signé entre la société de projet et le pool bancaire représenté par la banque chef de file. Ce contrat détermine le montant de crédit, les conditions de remboursement (taux d'intérêt, durée de remboursement, forme d'amortissement, fond propre) et les obligations de chaque partie.

1.2.2. L'accord direct

C'est un document signé entre la société de projet et l'ensemble des intervenants. Il précise les droits et les obligations des différentes parties et stipule que la convention de financement a été conclue en légiférant les droits prévus dans les documents de projet.

1.2.3. L'accord inter-créancier

C'est un accord signé entre les banques du consortium. Il vise à préciser le rôle, les droits et les priorités de chaque partie au cas où les capacités financières d'un prêteur s'éroderaient ainsi que les termes généraux liés au crédit.

1.2.4. Le protocole de résolution des différends

C'est un accord conclu entre tous intervenants du projet. Il précise les clauses servant à résoudre les litiges et les divergences susceptibles de surgir entre eux. Il désigne les droits applicables et le tribunal compétent.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

1.2.5. L'accord relatif aux comptes

C'est un accord conclu entre la Société de Projet et la banque teneur de compte. Il précise les modalités d'ouverture, de fonctionnement et de clôture des différents comptes de projet ouverts au sein des livres de la banque teneur de compte et prévoit également un acte de nantissement pour chacun de ces comptes.

1.3. Les documents de sureté

Ce sont des documents fournis par les différents intervenants du projet afin de se couvrir contre les risques encourus afin d'assurer la continuité du projet et le remboursement de la dette.

Les documents de sureté prennent différentes formes selon la juridiction appliquée et la nature de l'actif nantissable. Ces documents sont les suivants³⁶ :

- Le nantissement des actions de l'emprunteur, du fonds de commerce, des comptes du projet et du compte de l'assureur.
- La cession de réassurance (phase de construction/phase d'opération).
- La délégation des assurances (phase de construction/phase d'opération), du contrat de construction, du contrat de location, des paiements du contrat d'achat et de vente du produit, de la garantie de bonne fin de construction, de la délégation de garantie de paiement des avances de construction, et de toutes les garanties prévues dans les documents contractuels.
- La promesse d'hypothèque de l'ouvrage à concevoir et son hypothèque après l'achèvement de la construction.

2. Les sources de financement de la société de projet

La structure financière d'un projet financé par la technique project finance se défère d'un projet à un autre tous dépend le coût, Les risques encourus, les garanties requises et les réglementations du pays.

Généralement, il existe 3 sources de financements sont les suivants :

2.1. Les fonds propres

Ce sont les fonds apportés directement par les actionnaires, les tiers investisseurs ou les fonds d'investissement à la société de projet. Ils représentent de 10% à 30% du capital investi, déterminé en fonction du minimum requis par la législation, des disponibilités de trésorerie des futurs actionnaires³⁷ et des engagements des créanciers à financer le projet.

Les fonds propres permettent de réduire le recours à l'endettement et en même temps ils jouent le rôle d'une garantie pour les prêteurs pour se couvrir contre les différents risques envisagés qui peut infecter la réussite du projet.

³⁶ SONEGGAZ, « Les principes de montage d'un financement en Project finance », Document interne, 2007, p25

³⁷ Ivan BENICHOU et David CORCHIA, «Le financement de projets-Project Finance », ESKA, 1996, p36.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

Les apporteurs de fonds propres acceptent un risque plus élevé que les bailleurs de fonds, et exigent un rendement plus élevé sur leur investissement. Ce rendement représente un pourcentage des résultats positifs dégagés par le projet.

2.2. Les quasi-fonds propres

Les quasi-fonds propres sont « des ressources financières n'ayant pas la nature comptable de fonds propres, mais s'en avoisinent mais s'en approchant. Ils regroupent notamment les comptes courants d'associés, les obligations convertibles ou bien encore les prêts participatifs».³⁸

Ils s'appellent aussi les dettes subordonnées, ces derniers sont remboursés en dernier lieu en cas de faillite.

En termes purement fiscaux, la dette subordonnée est plus avantageuse pour la société de projet que les fonds propres classiques, car ses intérêts sont fiscalement déductibles.³⁹

Dans les quasi-fonds propres on peut trouver :

- Les comptes courants d'associés
- Les obligations convertibles
- Les prêts participatifs
- Les titres participatifs
- Les subventions

2.3. Les dettes

L'endettement est considéré comme la colonne vertébrale dans ce genre de projet, il représente de 70% à 90% de la somme totale de financement du projet. Il s'agit donc de créances de premier rang (dettes seniors), leurs remboursements doivent être assurés exclusivement par les cash-flows du projet.

Les prêteurs sont rémunérés par un taux d'intérêt fixe ou variable, et le remboursement s'effectue selon un échéancier prédéterminé.

Les sources du financement de la dette étant très variées, les promoteurs peuvent solliciter une seule comme ils peuvent en faire une combinaison pour financer le projet, comme :

2.3.1. Les prêts bancaires syndiqués

Compte tenu de l'importance du financement requis pour les grands projets qu'ils requièrent et entraînant des risques proportionnels à ces fonds, la syndication bancaire est la solution adéquate pour le financement de tels projets.

« Les crédits syndiqués sont des crédits, par caisse ou par signature, octroyés par un groupe de banques, réunies au sein d'une société dépourvue de personnalité juridique-dénommée « syndicat », « consortium », « tour de table » ou « pool bancaire », afin de répartir entre elles les risques d'un crédit ou de permettre le montage d'une opération d'une

³⁸ <https://business.lesechos.fr> consulté le 25/05/2020

³⁹ Michel Lyonnet du Moutier, « financement sur projet et partenariats public-privé », Ed :EMS, 2012 , P 203.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

taille et/ou d'un risque si élevé que les ressources d'une banque ne suffiraient à y faire face »⁴⁰.

2.3.2. Les prêts des organismes internationaux et multilatéraux

Ce sont des prêts accordés par le Fond Monétaire International (FMI), la Banque Mondiale (BM), les Agences de Crédit Export (ECA), la Banque International pour la Reconstruction et le Développement (BIRD)... en vue de promouvoir et financer les projets d'envergures. Ces établissements proposent des durées plus longues que les banques commerciales et imposent des taux fixes sur ces durées.

3. Le package de sécurité

Le risque est une propriété inhérente de chaque projet. En effet, tout projet est soumis, durant l'ensemble de son cycle de vie, à de nombreux risques qui sont d'origine interne et externe ce qu'il peut influencer la rentabilité, la continuité du projet et le remboursement de la dette. Pour éviter tout événement inattendu, il faut se couvrir contre les risques encourus du projet par le recours aux différentes types de suretés qui sont exigés par les banques, Ce sont les suivants⁴¹ :

3.1. Sureté accordées par l'emprunteur

- Nantissements des actifs du projet qui est appliqué dès le début du projet sur les actifs encore à construire comme il peut être exercé en cas de défaut du SPV.
- Délégation de l'ensemble des droits de l'emprunteur au titre des contrats commerciaux du projet.
- Délégation des contrats d'assurance.
- Hypothèque sur les actions détenues par l'emprunteur qui est exercée en cas de non remboursement du prêt.
- Nantissement des comptes bancaires de l'emprunteur qui permet aux prêteurs de prendre le contrôle de la trésorerie de la SPV en cas de défaut.

3.2. Sureté accordées par les actionnaires

- Hypothèque sur les actions.
- Garantie d'achèvement du projet pour s'assurer que le projet soit achevé à une date donnée.
- Garantie de performance soumis par l'actionnaire qui garantie sous peine de pénalités des performances relatives au projet.
- Garantie de dépassement de coût qui permet aux prêteurs de s'assurer contre le risque de surcoût, au cas où les coûts de réalisation du projet dépassent le montant fixé au début, le garant couvrira le déficit.
- Hypothèque immobilière.
- Garantie d'exploitation du projet.

⁴⁰ EMMANUEL BOURETZ, « Crédits syndiqués : transfert et partage du risque entre les banques », Revue Banque : ed 2005, p.25.

⁴¹ Ivan Bénichou et David Corchia, « Le financement de projets -Project Finance- », Ed :ESKA,1996,P 76.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

- La couverture des éventuelles insuffisances de cash-flows pendant les premières années d'exploitation.
- Garanties d'approvisionnement en matières premières et la vente des produits finis.

3.3. Suretés accordées par le gouvernement de pays hôte

- Lettre de confort qui est une lettre reconnaissant une obligation morale mais non juridiquement exécutoire.
- Garantie de la disponibilité de devises pour la société de projet afin de lui permettre de rembourser sa dette au cas où les revenus du projet sont en monnaie locale et que la dette du projet est en devise.
- Accord qui assure le non changement de loi qui aura un effet défavorable significatif sur le projet.

Section 03 : L'analyse des projets en project finance :

1. Le développement des projets

Le développement d'un projet varie en fonction du secteur d'activité concerné (Industrie, services, exploitation ...etc.).

Quelque soit le projet, on peut distinguer trois phases qui caractérisent sa vie, elles sont présentées comme suit :

1.1. La phase de développement

C'est une phase préliminaire du projet qui est souvent long et compliqué, il s'agit d'une période durant laquelle une étude de faisabilité est faite pour s'assurer de la rentabilité du projet et d'établir une due diligence pour cerner et analyser les différents risques envisagés. Afin de décider s'il est judicieux de poursuivre ou d'abandonner le projet.

Une fois le projet est approuvé, le processus de développement du projet est mise en marche selon le processus suivant :

➤ La création de la société de projet :

La création de la société de projet est une étape primordiale dans un processus de développement dans la mesure où la société SPV représente le centre de rencontres entre l'ensemble des intervenants du projet ainsi que le centre dont toutes les opérations sont effectuées. (Voir page 38)

➤ La sélection du type de montage

Une fois la société projet est créée, les promoteurs du projet choisissent le type de montage selon le degré de privatisation souhaité (ROT, BOT, BOLT, BOOT ou BOO). (Voir page 33)

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

➤ La passation du marché

Elle se déroule selon la procédure d'appel d'offre qui constitue la règle générale, ou la procédure de gré à gré, cette procédure est lancée par l'entité projet.

➤ Négociation et signature des contrats

Après que les soumissionnaires sont retenus à travers l'appel d'offres ou le gré à gré, les négociations des contrats sont abordées entre l'ensemble des intervenants en présence d'un conseiller juridique et sur la base d'un document appelé « Term Sheet » qui est un document simple établi en premier lieu afin de faciliter les négociations de la convention de crédit, il traite les relations contractuelles et les principaux termes de ce contrat.

1.2. La phase de réalisation

Il s'agit de l'étape de création de l'ouvrage sous la responsabilité du maître du projet qui supervise l'exécution des différentes tâches nécessaires à la réalisation du projet. Techniquement, c'est la période où les tâches nécessaires de construction sont lancées et la mise en marche du projet.

Financièrement, c'est la phase de mobilisation des fonds propres et des crédits accordés afin de couvrir les dépenses d'investissement.

Il convient de préciser que la phase de réalisation ne comporte aucun remboursement de la dette mobilisée car à ce stade, le projet ne génère aucun résultat.

1.3. La phase d'exploitation

Lorsque les travaux de construction sont terminés, le projet devient opérationnel, c'est-à-dire qu'il commence à générer des cash-flows en commercialisant les biens ou services produits afin de couvrir suffisamment toutes les dépenses liées à l'exploitation concernant les matières premières, les services qui leur sont liés, les frais personnels, les impôts et taxes ainsi que le paiement des charges financières.

2. L'analyse des risques

Les grands projets présentent une multiplicité de risques de nature différente (économiques, politiques, technologiques...) qui ont un impact sur la rentabilité du projet. Pour minimiser cet impact, il est indispensable de les réduire jusqu'à un niveau acceptable et les partager entre les différents participants en project finance de manière appropriée.

Le risque est défini comme « la possibilité qu'un projet ne s'exécute pas conformément aux prévisions de dates, de coût ou d'expression des besoins, ces dérives étant considérées comme difficilement acceptables, voire inacceptables. »⁴².

On peut décomposer les risques selon le cycle de vie du projet, soit :

⁴² www.dsi.cnrs.fr « Guide méthodologique pour le suivi des risques d'un projet », 2000.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

- Risques en phase de construction.
- Risques en phase d'exploitation et maintenance.
- Risques communs aux deux phases.

2.1. Les risques en phase de construction

2.1.1. Le risque technologique

Il existe généralement lorsque les technologies utilisées ne sont pas éprouvées. D'une manière plus précise, il est lié à la mauvaise manipulation des équipements et des techniques utilisés dans la conception et l'exploitation du projet et aussi à la défektivité et l'obsolescence de la technologie choisie.

On peut réduire les conséquences préjudiciables de ce risque à travers :

- L'utilisation des technologies éprouvées.
- Choisir des fournisseurs ayant une notoriété internationale et qui sont soumis à la certification de l'ISO⁴³.
- La souscription d'une police d'assurance pour les équipements.

2.1.2. Le risque de surcoûts

Quelque soit le projet, un risque de surcoût existe toujours. IL y'a plusieurs raisons qui peuvent mener à une sous-estimation des coûts de construction, tels que l'inflation, la mauvaise gestion, les défauts de conception ...etc. Ce surcoût engendre un accroissement des intérêts capitalisées qui génèrent une augmentation du besoin de financement⁴⁴.

Ce risque peut être couvert par :

- Le choix d'un constructeur réputé ayant l'expérience requise.
- L'utilisation de contrats de sous-traitance clé en main à prix fixe.

2.1.3. Le risque de retard

Ce risque découle du retard dans le planning de réalisation du projet, ces conséquences sont les mêmes avec le risque précédent ainsi qu'un manque à gagner causé par le retard de mise en exploitation.

Pour ce couvrir, les sponsors doivent mettre en place une garantie d'achèvement sous peine de pénalité.

⁴³ ISO : Organisation Internationale de Normalisation.

⁴⁴Ivan Bénichou et David Corchia, « Le financement de projets -Project Finance- », Ed :ESKA,1996,P118.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

2.2. Les risques en phase d'exploitation

2.2.1. Le risque d'approvisionnement

Il concerne l'approvisionnement de matières premières en termes de prix et de qualité, ce risque existe lorsque les fournisseurs ne sont pas capables de s'assurer leurs engagements vis-à-vis la société de projet.

Ce risque est généralement couvert par :

- Des contrats d'approvisionnement établis avec des fournisseurs fiables à un prix et une période de livraison bien déterminé.
- Des clauses d'indemnisation en cas des ruptures d'approvisionnement.

2.2.2. Le risque du volume et du prix

Ce risque existe dans les projets industriels lorsqu'on ne peut pas commercialiser la production avec un prix suffisant. Du coup, Les recettes réalisées ne suffisent pas à rembourser la dette et rémunérer les actionnaires.

Il est couvert par :

- Des contrats de vente du type « Take or Pay »⁴⁵ afin de Transférer le risque sur l'acheteur.
- Des garanties d'actionnaires qui vont s'assurer un niveau de revenu minimum ;
- Des produits dérivés tels que les swaps.

2.2.3. Le risque de performance

Ce risque est réalisé lors d'une panne due la mauvaise installation des équipements ou à l'incapacité de l'exploitant à maîtriser les technologies choisies.

Pour réduire ce risque, il faut :

- Souscrire une garantie de bonne fin d'exécution.
- Choisir des entreprises réputées ayant les compétences requises.
- Appliquer des pénalités sur l'exploitant en cas de non-respect des clauses prédéterminées dans le contrat.

2.3. Les risques communs aux deux phases

2.3.1. Le risque d'indexation

Le risque d'indexation survient lorsque l'évolution des coûts connaît une croissance plus importante que la croissance des revenus, ce qui réduit le cash-flow nécessaire au remboursement de la dette et à la rémunération des actionnaires.

Ce risque peut être couvert à travers :

⁴⁵ Dans ces contrats, l'acheteur paiera une somme fixée par avance s'il ne respecte pas ses obligations d'achat.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

- Des contrats à coûts /prix fixes qui seront à court terme et donc ne seront soumis à aucune indexation.
- L'engagement des actionnaires à assumer ce risque avec des apports supplémentaires.

2.3.2. Le risque de contrepartie

C'est le risque le plus évident et le plus courant, il s'agit d'un risque de perte sur une créance ou plus généralement celui d'un tiers qui ne respecte pas ses engagements financiers, c'est-à-dire qu'il ne rembourse pas sa dette à temps. Plus le projet est long plus ce risque est grand.

Il peut être couvert par :

- Le choix de partenaires crédibles « de premier rang ».
- Des garanties de bonne fin d'exécution émises par des banques solvables.
- Des garanties de tiers généralement fournie par une institution financière indépendante.
- Le transférer sur les sponsors par des hypothèques, des nantissements ...etc.

2.3.3. Le risque du taux d'intérêt

C'est lorsque le projet est financé par un crédit à taux variable et que ce dernier augmente plus que prévue, ce qui accroît le coût de la dette et réduit le retour sur l'investissement.

Il est couvert à travers:

- Les produits financiers tels que les caps qui fixent un plafond que le taux variable ne peut pas le dépasser ou les Swaps de taux qui permet d'échanger un taux variable contre un taux fixe.

2.3.4. Le risque du taux de change

Il existe lorsque les revenus et les charges de la société de projet sont avec deux monnaies différentes. Il est lié à la variation du cours d'une devise par rapport à une autre monnaie de référence.

Ce risque est généralement présent en Project Finance, à cause de la présence d'intervenants étrangers et que les contrats d'achats ou de vente sont libellés en monnaies différentes.

Pour couvrir ce risque, il faut :

- Lever la dette de la société projet dans la devise de la production vendue.
- Prévoir contractuellement les modalités de partage du risque de change.
- Souscrire des assurances de change.
- Recourir aux produits financiers.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

2.3.5. Le risque politique

Le risque pays est probablement le risque le plus difficile à gérer. IL est fortement présent dans les pays émergents où il y'a une instabilité de l'économie générale du pays et une possibilité de décision législatives et politiques unilatérales des autorités locales.

Il y'a plusieurs types de risques politiques, les plus importants sont :

- Risque de non-convertibilité de la monnaie locale en devise.
- Risque de non-transfert des fonds nécessaires au remboursement des banques étrangers.
- Risque d'expropriation, nationalisation.
- Risque de changement du régime fiscal.
- Risque de guerre, terrorisme.
- Risque de modification de la loi ayant pour effet d'augmenter les obligations de l'emprunteur ou de toute autre partie concernée à l'égard du projet.

Ce risque ne peut être totalement couvert, mais on peut le réduire par :

- Les garanties et assurances du gouvernement du pays d'accueil pour soutenir le projet.
- inclure des prêteurs tels que les institutions du groupe de la Banque mondiale ou des Banques de développement régional qui disposent de moyens de pression plus importants que ceux des prêteurs commerciaux.⁴⁶

2.3.6. Le risque de force majeure

Ce risque reflète la survenance d'événements inattendus et incontrôlables d'origine naturelle comme les tremblements de terre, les inondations ou la guerre, qui peuvent la construction ou l'exploitation d'un projet.

La couverture de ce risque peut être assurée par :

- Des polices d'assurances adéquates.
- L'engagement des actionnaires à indemniser le projet en cas de survenance de tels cas.
- Le partager du risque entre les participants du projet.

⁴⁶ Michel Lyonnet du Moutier, Financement de projet et Partenariats public-privé, ed :ems, 2012, P144.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

3. La cascade des cash-flows

La cascade des cash-flows « est un mode essentiel de structuration juridique. Elle assure aux prêteurs un accès prioritaire aux flux de trésorerie du projet ». ⁴⁷

C'est la façon dont laquelle les cash-flows sont distribués en montrant la priorité de chaque entrée et sortie de trésorerie. Comme La dette est remboursée que par les cash-flows, les prêteurs s'assurent que ces derniers sont suffisants pour satisfaire les obligations de remboursement de la dette.

En règle générale, la cascade du projet est structurée (à peu près) du haut vers le bas selon le schéma suivant :



Figure N° 09 : La cascade des cash-flows en project finance⁴⁸

Le contrat en cascade de cash-flows est appliqué les comptes suivants :

- Compte de revenus
- Compte de réserve pour le service de la dette
- Compte de réserve pour la maintenance
- Compte de distribution des dividendes

3.1. Compte de revenus

Tous les cash-flows du projet sont placés dans un compte de revenu qui est sous le contrôle des prêteurs. Le solde créditeur de ce compte sera utilisé dans le paiement des dépenses suivant selon un ordre de priorité :

⁴⁷Michel Lyonnet du Moutier, Financement de projet et Partenariats public-privé, ed :ems, 2006, P 241.

⁴⁸ Charles-Henri Larreur, « Financements Structurés », ed :ellipse, P 120.

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

- Les coûts de construction/exploitation selon le développement du projet.
- Les frais, Les commissions et les autres dépenses du prêt.
- Le remboursement de principal.
- Le remboursement de la dette subordonné.

Le reste des cash-flows sont transférer aux comptes de réserve.

3.2. Comptes de réserve

Les comptes de réserve doivent être maintenus sur toute la durée du projet, ils permettent à la société de projet de constituer une trésorerie pour faire face aux différents imprévus. Il existe souvent deux comptes de réserve :

3.2.1. Compte de réserve pour le service de la dette

Une partie des cash-flows restants sont mis de côté pour rembourser la dette au cas où il y'a une baisse des cash-flows du projet ou ils ne sont même pas disponibles. Il permet de mesurer combien de mois la société de projet peut continuer à rembourser ses emprunts si elle n'a plus de cash-flows.

3.2.2. Compte de réserve pour la maintenance

Le montant du compte de réserve pour la maintenance est mis de côté pour payer les besoins de maintenance de l'actif.

3.3. Compte de distribution des dividendes

Le crédit du compte sera finalement mis à la disposition de la société de projet. Le montant restant sera versées aux actionnaires de la société de projet sous la forme d'une distribution de capitaux propres (dividendes ou assimilé).

Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance

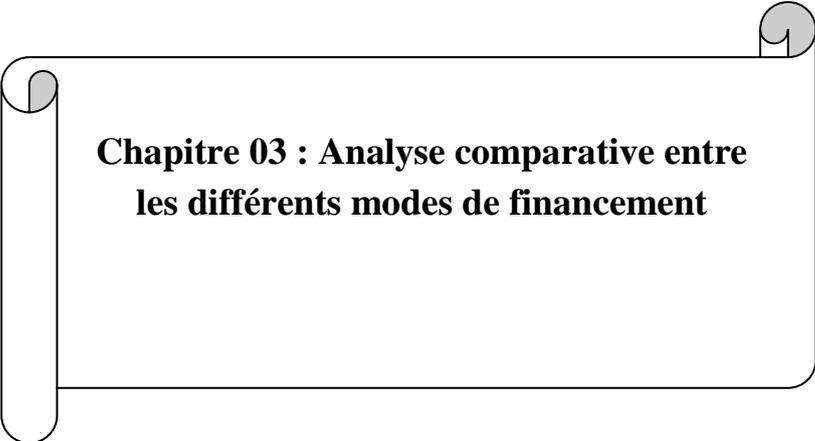
Conclusion du deuxième chapitre

Le project finance reste toujours le modèle le plus approprié pour financer les projets de grande envergures il permet de maximiser les apports de fonds, maximiser la rentabilité des fonds propres, assure le remboursement de la dette et permet le partage des risques entre les différents intervenants.

Comme le project finance requiert des besoins de financement importants, il est nécessaire de recourir aux banques pour se financer. Avant l'octroi du crédit, les banques font une étude préalable bien détaillée afin d'analyser l'ensemble des risques encourus et de s'assurer de la faisabilité technique et la viabilité économique du projet en appuyant sur une analyse rigoureuse de la structure contractuelle, du modèle économique et financier et ainsi sur le rapport de diligence.

Vu la complexité des grands projets et la multiplicité des intervenants, le projet financé par la technique project finance passe par un processus long, ce qui rend la négociation des contrats et accords conclus entre ces derniers relativement longue et coûteuse. Cela peut influencer sur la décision de l'investisseur de choisir tel mode de financement.

Dans le chapitre suivant, nous allons présenter une comparaison entre le project finance et les autres modes de financement en précisant les critères de choix entre ces derniers.



**Chapitre 03 : Analyse comparative entre
les différents modes de financement**

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

Introduction au troisième chapitre

L'analyse comparative des modes de financement a été abordée au plan théorique. Dans ce chapitre, nous procédons à la même comparaison, mais sur la base de financements concrets. Les cas pratiques abordés portent sur la comparaison entre un projet de réalisation d'une raffinerie de sucre qui est financé par l'une des sources de financement classique qui est l'emprunt obligataire et un projet de réalisation d'une centrale thermique qui est financé par la technique project finance.

L'objectif de cette étude est de faire ressortir les principaux points de différence entre ces deux modes de financement en précisant les intervenants, les risques, les garanties, les avantages fiscaux, ... de chaque mode de financement pour bien comprendre la pratique du project finance en Algérie, vu qu'il est récemment utilisés par rapport aux autres modes de financement.

Ce chapitre sera devisé en douze sections :

Section 01 : Présentation des organismes d'accueil.

Section 02 : L'utilisation de financement dans chaque projet.

Section 03 : Les intervenants de chaque projet.

Section 04 : Les procédures suivies pour le montage financier.

Section 05 : Le coût de la dette de chaque mode de financement.

Section 06 : Le taux d'intérêt de chaque mode de financement.

Section 07 : La déduction fiscale accordée au financement des deux projets.

Section 08 : L'allocation des risques de chaque projet.

Section 09 : les garanties exigées pour le financement des deux projets.

Section 10 : le contrôle des emprunteurs dans chaque mode de financement.

Section 11 : Le recours en cas de faillite de chaque projet.

Section 12 : la comparaison entre les différents modes de financement.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

Section 01 : Présentation des organismes d'accueil

1. Présentation de CEVITAL

CEVITAL est une société par actions au capital de 68,760 milliards de dinars, créé en 1998 par l'entrepreneur Mr Issad Rebrab.

Elle est un des fleurons de l'industrie agroalimentaire en Algérie qui est constituée de plusieurs unités de production équipées de la dernière technologie, mais aussi la plus grande unité de production de sucre blanc dans le monde avec une capacité de production de 2.340.000 tonnes par an.

L'une des explications de sa réussite, comme beaucoup d'autres entreprises en Algérie, est la structure familiale car cette forme de société permet de fédérer les efforts vers le même objectif.

Les unités de production de complexe agro-alimentaire

- Huiles végétales.
- Margarinerie et graisses végétales.
- Sucre blanc.
- Sucre liquide.
- Silos portuaires.
- Boissons.

• **La présentation de la raffinerie de sucre**

i. Localisation

Elle est implanté à l'arrière port de Béjaia à 200ML du quai : Ce terrain à l'origine marécageux et inconstructible a été récupéré en partie d'une décharge publique, viabilisé avec la dernière technologie de consolidation des sols par le système de colonnes ballastées (337 KM de colonnes ballastées de 18ML chacune ont été réalisées) ainsi une partie à gagner sur la mer.

ii. Description de l'unité

La raffinerie de sucre dispose d'infrastructures et d'équipement modernes qui lui permettent de produire jusqu'à 3.000 tonnes par jour de sucre blanc raffiné. Un hangar pour sucre brut permet de stocker des quantités importantes de sucre brut importé du Brésil. Le sucre roux déchargé des navires vraquiers de 25.000 à 30.000 tonnes est déversé dans des trémies, puis transportés par tapis dans des silos de stockage. Les silos sont impressionnants et atteignent les 40 m de hauteur.

Afin d'obtenir le sucre blanc, le sucre roux importé passe de l'affinage et la fonte pour être débarrassé des impuretés, puis envoyé vers la section carbonatation. Le produit passe ensuite par des phases de décoloration, de concentration, puis de cristallisation pour arriver enfin au séchage. A la sortie de la cristallisation, le sucre est envoyé vers le séchage, dans un cylindre d'air chaud. Après son refroidissement, le sucre est convoyé vers des silos de maturation où il séjourne au moins 48 heures. De l'air chaud est soufflé de bas en haut des

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

silos pour éliminer l'humidité résiduelle que contiennent encore les cristaux de sucre. Le sucre raffiné est conditionné dans des sacs de 50kg et des big bags de 1000kg.

➤ Chiffres clés concernant la raffinerie

<ul style="list-style-type: none">▪ Entrée en production : 2ème semestre 2009.▪ Capacité de production : 2340000 tonnes/an.▪ Part du marché national : 85%.▪ Exportations : 600000 tonnes/an en 2018, CEVITAL FOOD prévoit 650000 tonnes/an dès 2019.
--

➤ La part de marché de la raffinerie de sucre

Famille produit	2019		PDM
	Marché national	Cevital	2019
Sucre	1.400.000 tonnes	903.000 tonnes	64,5%

➤ Les concurrents de la raffinerie de sucre de cevital

- Raffinerie Cristal union ;
- Berrehal groupe.

2. Shariket Kahraba Hadjret Ennouss

Shariket Kahraba Hadjret Ennouss SKH, propriétaire de la centrale thermique de Hadjret Ennouss, est une société par actions de droit algérien inscrite au registre de commerce algérien, dont le siège social est situé à Alger, 41, rue Mohamed Djemaa Khider, Ben Aknoun.

La société SKH est créée le 02 juillet 2006 pour la conception, la réalisation, l'exploitation et la maintenance de la centrale thermique, ainsi que la commercialisation de l'électricité produite conformément à la législation et la réglementation en vigueur, notamment aux dispositions de la loi N° 02-01 du 5 février 2002 relative à l'électricité et à la distribution du gaz par canalisation⁴⁹.

Le capital social de SKH est de 22.000.000.000 Dinars Algériens, composé de 1.970.000 actions d'une valeur nominale de 11.167 DZD chacune, détenues à hauteur de 51% par le consortium canado-émirati SNC-Lavalin Mubadala, 29% par Algerian Energy Company, 10% par Sonatrach et 10% par Sonelgaz.

⁴⁹ SKH, Accord d'association

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

- **Présentation du projet :**

- i. Localisation**

Le projet consiste à la réalisation d'une centrale thermique situé au bord de la mer dans la wilaya de Tipaza (120 Km d'Alger), à environ 2 Km à l'ouest du centre-ville de la commune de Hadjret Ennouss à proximité de la route nationale N°11. Le terrain qui est de superficie d'environ 35 hectares est loué par Sonelgaz à la société de Projet SKH.

La centrale électrique est entourée au nord par la Méditerranée, au sud par la Route Nationale n°11, à l'est par un Talweg et à l'ouest par un Terrain agricole.

- ii. Description du projet**

La centrale de Hadjret Ennouss est du type Cycle Combiné Gaz (CCG), avec une turbine à combustion et une turbine à vapeur reliées à un alternateur. Elle produit de l'électricité grâce à la chaleur dégagée par la combustion de gaz naturel.⁵⁰

Elle fonctionne au Gaz naturel comme combustible principal et au Gasoil comme combustible de secours, tout en émettant moins de gaz à effet de serre, grâce à la récupération des gaz brûlés, ainsi qu'elle est alimentée en eau douce grâce à un système de dessalement d'eau de mer qui sert à refroidir la vapeur du condenseur et les auxiliaires de la centrale.

Cette centrale a été réalisée par la société « SKH SPA » en décembre 2006 et elle est entrée en exploitation officielle en juin 2009. Elle a une puissance de 1227 MW et une capacité annuelle de production d'environ 9900 GWh. Elle comporte 3 tranches d'une puissance 400 MW chacune, les turbines, l'alternateur et les équipements auxiliaires sont conçu par la société « GENERAL ELECTRIC » qui assure le fonctionnement et la maintenance régulière de ces derniers.⁵¹

La tension de sortie de chacun des trois alternateurs est de 180 000 V, qui passe ensuite par un transformateur élévateur qui la ramène à 400 000 V.

Section 02 : L'utilisation de financement dans chaque projet

1. L'utilisation de l'emprunt obligataire de CEVITAL

L'emprunt obligataire de CEVITAL est obtenu pour financer une partie de plan s'investissement de CEVITAL qui contient :

- L'extension de la raffinerie de sucre d'une capacité de 3 000 Tonnes par jour ;
- La réalisation d'une unité de trituration des graines oléagineuses ;
- La réalisation d'une unité de cogénération électrique d'une capacité de 50 mégawatts ;
- La réalisation d'une unité de production de verre plat composé de 3 lignes de float glass d'une capacité totale de 2.200 tonnes/jours (800.000 tonnes par an) ;
- La Réalisation d'unités de préfabrication en béton ;
- La Réalisation d'une unité d'embouteillage d'Eau Minérale.

⁵⁰ www.edf.fr consulté le 17/03/2020

⁵¹ General Electric international, « Cycle combiné 30 questions »

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

2. L'utilisation de la technique project finance dans le projet SKH

Le prêt accordé à la société de projet SKH est obtenu pour financer la phase de construction de la centrale thermique de Hadjret Ennous qui contient :

- La réalisation de 3 unités de production d'une puissance d'environ 400 MW pour chacune. Chaque unité contient
 - Turbine à Gaz et alternateur ;
 - Chaudière de récupération ;
 - Turbine à vapeur et alternateur ;
 - Station de pompage / condenseur / système de refroidissement ;
 - Transformateurs élévateurs et poste de départ.

Les 3 unités sont liées avec :

- Une unité de dessalement de l'eau de mer ;
- Une unité de déminéralisation d'eau ;
- Des équipements auxiliaires.

Section 03 : Les intervenants de chaque projet

1. Les participants au projet de la raffinerie de sucre 3000T/J

1.1. Le promoteur de projet (Cevital)

En 1998, Le complexe Cevital-Bejaia a pris la décision de construire la raffinerie de sucre 1600T/J. Puis en 2010, cette raffinerie de sucre a eu une extension pour atteindre une capacité de 3000T/J. Le montant global de l'investissement est de 75 milliards de dinars, où Cevital a contribué à son financement avec un montant de 70 milliards de dinars et le reste est assuré par l'emprunt obligataire institutionnel destiné aux banques et investisseurs institutionnels.

Tableau N°08 : La structure financière de projet de la raffinerie de sucre 3000T/J

Désignation	Montant (DA)	Pourcentage
Apport de promoteur en numéraire	70.000.000.000	93,33%
Emprunt obligataire	5.000.000.000	6,67%
Total	75.000.000.000	100%

1.2. Le conseiller financier (strategica)

Il s'agit d'un cabinet qui offre des conseils financiers stratégiques, réalise des plans d'action concrets puis surveille leur réalisation, le groupe Cevital a fait appel aux experts de ce conseiller pour prendre la décision d'émettre l'emprunt obligataire ou non et en contrepartie ils ont eu une rémunération de **25.000.000 DA**.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

1.3. Les banques

La structure de financement du projet de la raffinerie de sucre est 93,33% de fonds propres et 6,67% d'emprunt obligataire. Il y'a lieu de remarquer que cet emprunt obligataire n'est du type classique car les acquéreurs ne sont pas le public. En fait, les acquéreurs sont les banques et autres établissements financier. Dans le fonds, il s'apparente à un crédit syndiqué. Au titre de cet emprunt, le CPA a joué le rôle de chef de file avec une rémunération de 0,3% de montant levé (le prix d'émission).

Tableau N°09 : La valeur nominale et le prix d'émission de l'emprunt obligataire

La valeur nominale de l'emprunt obligataire : 5.000.000.000 DA			
La 1^{ère} tranche : 2.930.000.000 DA		La 2^{ème} tranche : 2.070.000.000 DA	
Le taux d'intérêt nominal	3,75%	Le taux d'intérêt nominal	4,00%
Le prix d'émission	100,34% de la valeur nominale	Le prix d'émission	101,05% de la valeur nominale
Le prix d'émission de l'emprunt obligataire : 5.031.573.000 DA			

Source : La notice d'information de Cevital

Donc les frais de chef de fil dans le cas de l'emprunt obligataire de Cevital égalent à :

$$5.031.573.000 * 0,3\% = 15.094.719 \text{ DA}$$

1.4. La COSOB

La COSOB (commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse) est une autorité administrative indépendante dotée de la personnalité morale et d'une autonomie financière qui assure la régulation et la surveillance de la bourse des valeurs mobilières. Dans le cas de l'emprunt obligataire de Cevital, la présence de la COSOB est obligatoire et qui a reçu comme rémunération la redevance suivante :

Redevance de la COSOB = 0,075% de montant de l'émission

$$= 0,075\% * 5.000.000.000$$

$$\text{Redevance de la COSOB} = 3750.000 \text{ DA}$$

1.5. Le dépositaire central des titres (Algérie clearing)

Algérie clearing est une société par actions qui veille sur la sécurité des opérations effectuées au sein de la bourse des valeurs mobilière en assurant le règlement espèce contre la livraison des titres. Dans le cas de l'emprunt obligataire de Cevital, Algérie clearing est présente et elle a reçu une rémunération de **2.700.000 DA**.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

1.6. Les intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB)

Les intermédiaires en opérations de bourse sont des personnes morales agréées par la COSOB pour exercer principalement la négociation des valeurs mobilières admises en bourse. Peuvent être agréés pour l'exercice des activités d'IOB :

- Les banques et les établissements financiers ;
- Les sociétés commerciales constituées à cet effet.

1.7. La société de Gestion de la Bourse des valeurs (SGBV)

La SGBV est une société par actions instituée comme gestionnaire de la bourse d'Alger. Son rôle est d'assurer l'organisation matérielle de l'introduction en bourse des valeurs mobilières. Ce qui est le cas de l'emprunt obligataire de Cevital.

1.8. Les Teneurs de Comptes-Conservateurs de Titres (TCC)

La tenue de compte-conservation de titres consiste à inscrire en compte les obligations au nom de leur titulaire et à conserver les avoirs correspondants, selon des modalités propres à chaque émission d'obligations ou d'actions.

2. Les participants au projet SKH

Le schéma suivant regroupe les différents participants au projet SKH :

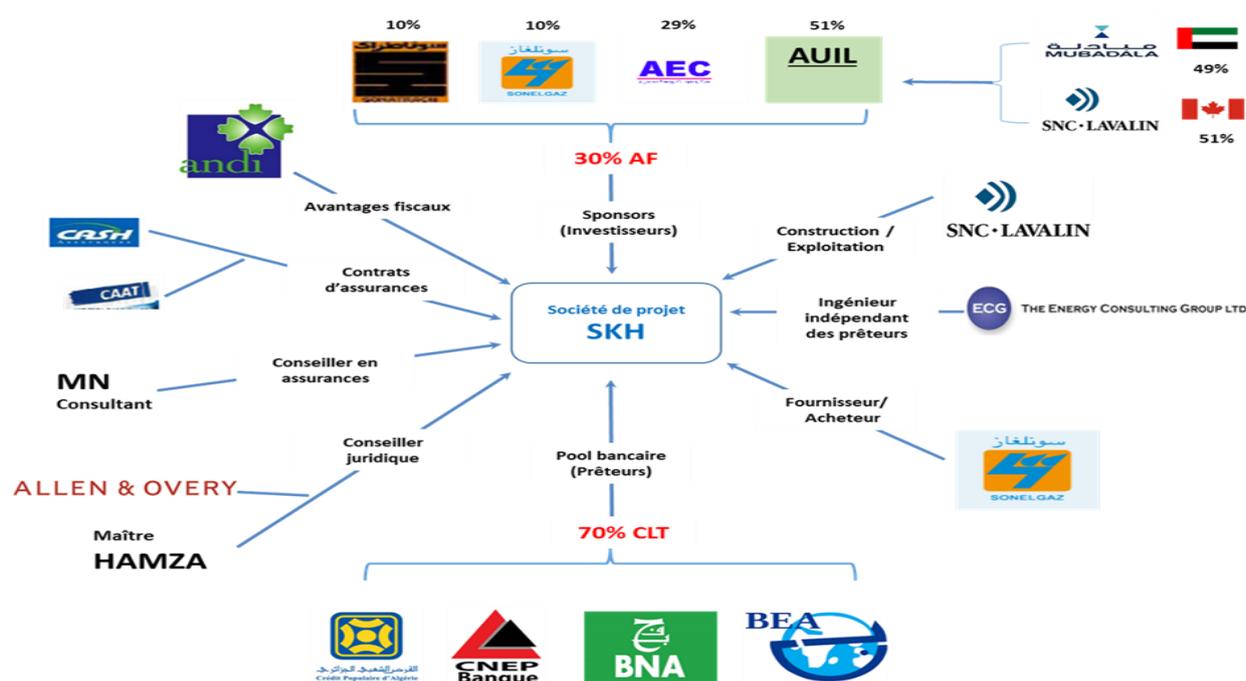


Figure N° 08 : Schéma organisationnel du projet SKH

2.1. La société de projet

La société SKH est créée le 02 juillet 2006 pour la conception, la réalisation, l'exploitation et la maintenance de la centrale thermique, ainsi que la commercialisation de l'électricité produite. (Voir page 62)

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

2.2. Les sponsors

Le cout total du projet de la centrale électrique Hadjret Ennous est égal à **71 milliards de Dinars** Algérien. Il a été financé à hauteur de 30% par des apports en fonds des sponsors équivalents à **22 Milliards DZD** et de 70% par crédit syndiqué accordé par le consortium des quatre banques équivalents à **49 Milliards DZD**.

Organisme	Pourcentage	Taux de Participation	Quote-part (DA)
AUIL*	30% du montant de crédit	51%	11.220.000.000
AEC**		29%	6.380.000.000
Sonelgaz		10%	2.200.000.000
Sonatrach		10%	2.200.000.000

Tableau N°10 : la structure financière des fonds propres du projet.

***Algerian Utilities International Limited « AUIL »** : Elle est gérée à part égale par SNC-Lavalin Constructors International, chef de file de l'ingénierie et de la gestion de la construction des centrales hydroélectrique, nucléaire ou thermique, et Mubadala Development Company, société d'investissement et de développent mondiale d'Abou Dhabi.

****Algerian Energy Company « AEC »** : C'est une société par actions de droit Algérien, détenue à parts égales par Sonatrach et Sonelgaz. Depuis 2019, Sonatrach en est l'unique propriétaire. Son rôle principal est de développer les activités ayant un lien direct ou indirect avec les industries électriques et gazières.

Algerian Energy Company « AEC » a lancé un appel d'offres national et international le 10 novembre 2003 par pour le compte du Maître de l'Ouvrage « SKH » concernant l'ingénierie, la fourniture des équipements et matériaux et la construction de la Centrale électrique en cycle combiné à Hadjret En Nouss « wilaya de Tipaza » d'une puissance de 1227 MW.

2.3. Le Constructeur et Exploitant du projet « SNC-Lavalin »

Le groupe s'est vu confier le contrat de construction EPC et le contrat d'exploitation et de maintenance O&M, suite à l'appel d'offres national et international lancé le 10 novembre 2003 par AEC pour le compte du Maître de l'Ouvrage « SKH », ainsi que la prise de participation au capital social de celui-ci qui est fixée à 25% au minimum et à 65 % au maximum du capital social de la Société de Projet.

- Le paiement des travaux sera effectué sur la base forfaitaire du prix du contrat qui est fixe **823.516.713 USD** et ne fera l'objet d'aucun ajustement ni aucune révision ou actualisation sauf disposition contraire du contrat EPC.
- L'exploitation a un coût global de **39.000.000 USD** réparti en partie fixe et variable, et une durée de 20 ans à partir de la date de réception provisoire de la dernière tranche.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

2.4. Le fournisseur de combustibles

Etant l'unique opérateur en Algérie détenant le monopole de la distribution du gaz, Sonelgaz est chargé, dans le cadre du contrat de conversion du gaz naturel en électricité « ECA », de mettre à la disposition de la société de projet les combustibles nécessaires (gaz naturel / gasoil) en vue de sa conversion en énergie électrique.

2.5. L'acheteur

Le groupe Sonelgaz est l'acheteur unique de l'électricité produite par la centrale, à travers le contrat ECA, signé avec la société de projet pour une durée de 30 ans renouvelable à compter de la date de son entrée en vigueur.

2.6. Les prêteurs

La structure du financement adoptée pour le projet SKH, est de 30% par des apports de fonds des investisseurs et de 70% par crédit syndiqué octroyé auprès d'un consortium de quatre organismes financiers nationaux, à savoir :

Organisme	Rôle	Taux de Participation	Quote-part (DA)
BEA	Prêteur, Chef de file, Arrangeur et Agent des Sûretés	46%	22.540.000.000
CPA	Prêteur	23%	11.270.000.000
BNA	Prêteur	16%	7.840.000.000
CNEP banque	Prêteur	15%	7.350.000.000

Tableau N°11 : Le pool bancaire – financement SKH

2.7. Les assureurs

- **La Compagnie d'Assurance des Hydrocarbures (CASH)** : Pour la couverture du projet pendant la période de construction dans le cadre du contrat EPC, pour le compte du constructeur SNC-Lavalin.
- **La Compagnie Algérienne des Assurances (CAAT)** : Pour la couverture du projet pendant la période d'exploitation dans le cadre du contrat O&M, pour le compte de la société de projet.

2.8. Les experts et conseillers

- **Conseiller juridique** : Le cabinet d'avocat algérien Maître HAMZA Moustapha et le cabinet international Allen & Overy ont été chargés de l'inspection juridique de l'ensemble des contrats du projet.
- **Conseiller financier** : Les auditeurs du modèle économique et financier sont les sponsors du projet, à savoir, SNC-Lavalin, Mubadala, Sonelgaz et AEC. Ils participent à la réalisation et la négociation des contrats d'assistance juridique et commerciale pour la mise en place de l'ensemble des contrats du projet y compris les documents de financement.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

- **Conseiller en assurance** : L'expert algérien MN Consultant a été chargé de vérifier la conformité des polices d'assurances contractées et le niveau de couverture du risque qu'elles offrent.
- **L'ingénieur indépendant** : Le bureau Suisse de conseil en gestion de projet de centrale électrique, ingénierie et en construction ainsi qu'en développement et fabrication de turbines, The Energy Consulting Group Ltd « ECG », a été choisi pour réaliser l'évaluation du projet de la centrale électrique de Hadjret Ennousse.

Section 04 : Les procédures suivies pour le montage financier

L'objectif de cette section est l'analyse de l'ensemble des procédures nécessaires à la mise en place de l'emprunt obligataire et le project finance.

1. Les procédures d'émission de l'emprunt obligataire

1.1. La décision à l'origine de l'opération

L'assemblée générale ordinaire de CEVITAL réunie le 9 juin 2005 a autorisé, dans sa première résolution, le lancement d'un emprunt obligataire auprès des institutions financières d'un montant de cinq (05) milliards de dinars pour le financement du programme d'investissement de la société et donnée mandat au conseil d'administration à l'effet de mettre en œuvre cette résolution.

1.2. Avis de conseiller financier

Afin de préparer l'émission de l'emprunt obligataire, le groupe Cevital a bénéficié de l'assistance technique du cabinet « Strategica » qui a eu pour rôle en tant que conseiller financier :

- D'analyser la situation financière de l'émetteur, sa capacité d'endettement et de remboursement ;
- De proposer un plan détaillé de financement ;
- De concevoir une structure d'emprunt adaptée aux besoins d'endettement et aux attentes des investisseurs (échéances, taux et montant appropriés à l'emprunt) ;
- D'accompagner l'émetteur dans la conformité aux exigences légales et réglementaires ;
- D'établir une stratégie de mise sur marché des titres.

1.3. La préparation de la notice d'information

Toute entreprise ayant l'intention de recourir au financement par emprunt obligataire doit présenter une notice d'information. Ce document contient des renseignements sur l'organisation de l'émetteur, sa situation financière, le but de l'émission, les caractéristiques de l'emprunt obligataire et autres informations à l'intérêt de l'investisseur.

Dans ce qui suit, nous allons présenter quelques informations extraites de la notice d'information de Cevital :

➤ **But de l'émission**

Cette émission est destinée à financer, en partie, le plan d'investissement de Cevital sur les cinq prochaines années dont le montant dépasse 90 milliards de dinars.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

➤ **Caractéristiques de l'emprunt obligatoire de Cevital**

• **Nombre, valeur nominale :**

1^{ère} tranche : est constituée de 293.000 d'obligations (encaissables par anticipations) à valeur nominale de 10.000 DA chacune.

2^{ème} tranche : est constitué de 207.000 obligations (encaissables par anticipations) à valeur nominale de 10.000 DA chacune.

• **Taux de coupon :**

- Les obligations de la première tranche porteront intérêt au taux de 3,75%.
- Des obligations de la deuxième tranche porteront intérêt au taux de 4.00%.

• **Catégorie des titres :** Les titres sont des obligations ordinaires.

• **Forme des titres :** Les obligations sont au porteur et dématérialisées.

• **Montant de l'émission :** le montant de l'émission de l'emprunt obligataire de Cevital est de 5.031.573.000 DA. Les obligations sont intégralement réglées à la souscription.

• **Produit net de l'émission :**

Produit net de l'émission = produit brut (montant d'émission) - total des charges de l'opération

Total des charges de l'opération = Redevances de la COSOB + Rémunération d'Algérie clearing + Frais de chef de fils+ Frais de conseiller financier
--

Total des charges de l'opération= 3.750.000+2.700.000+15.094.719+25.000.000
= 46.544.719 DA

Produit net de l'émission= 5.031.573.000 – 46.544.719

Produit net de l'émission = 4.985.028.281 DA

• **Jouissance des titres :** Les intérêts commencent à courir à partir du 18 Janvier 2006

Pour la 1^{ère} tranche : les intérêts sont payables annuellement le 18 Janvier de chaque année, pendant 5ans, ou pendant 3 ans pour les obligations encaissées par anticipation.

Pour la 2^{ème} tranche : les intérêts sont payables annuellement le 18 de chaque année, pendant six ans, ou pendant 4 ans pour les obligations encaissées par anticipation.

• **Le taux de rendement réel :**

Pour la 1^{ère} tranche : le taux de rendement moyen réel du titre est de 3,67%.

Pour la 2^{ème} tranche : le taux de rendement moyen réel* du titre est de 3,80%.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

- **La particularité des obligations :** Ces obligations peuvent faire l'objet «d'encaissement par anticipation», c'est-à-dire que le détenteur de ces titres pourra, s'il le souhaite, encaisser le montant des obligations avant l'échéance.

Pour la 1ère tranche : Pour les titres « encaissables par anticipation » (Retractable Bonds) de la 1ère tranche, le détenteur pourra, s'il le désire, encaisser ses titres le 18 janvier 2009. Pour se prévaloir de son droit d'encaissement anticipé, le détenteur dispose d'une période d'option allant du 31 mai 2008 au 31 août 2008. Il devra faire part, par écrit, à son Teneur de compte conservateur, durant cette période d'option, de sa décision d'encaissement par anticipation.

Le Teneur de compte conservateur transmettra, à la fin de la période d'exercice de l'option, l'état consolidé des demandes d'encaissement par anticipation à Algérie Clearing qui va informer l'émetteur du nombre d'obligations qui ont fait l'objet de demande de remboursement par anticipation au plus tard le 15 septembre 2008.

Pour la 2ème tranche : Pour les titres « encaissables par anticipation » (Retractable Bonds) de la 2ème tranche, le détenteur pourra, s'il le désire, encaisser ses titres le 18 janvier 2010. Pour se prévaloir de son droit d'encaissement anticipé, le détenteur dispose d'une période d'option allant du 31 mai 2009 au 31 août 2009. Il devra faire part, par écrit, à son Teneur de compte conservateur, durant cette période d'option, de sa décision d'encaissement par anticipation.

Le Teneur de compte conservateur transmettra, à la fin de la période d'exercice de l'option, l'état consolidé des demandes d'encaissement par anticipation à Algérie Clearing qui va informer l'émetteur du nombre d'obligations qui ont fait l'objet de demande de remboursement par anticipation au plus tard le 15 septembre 2009.

1.4. L'obtention de visa de la COSOB

Après avoir préparé la notice d'information, cette dernière va être soumise au visa de la COSOB. La notice, destinée aux investisseurs potentiels, comprend une étude détaillée de la faisabilité et de la rentabilité du projet. Elle constitue une base qui permet à l'investisseur institutionnel de fonder sa décision d'investissement. A cet effet, un visa N° 05-07 a été accordé à l'entreprise le 21 décembre 2005.

1.5. Désignation du chef de file

La notice d'information, revêtue du visa temporaire de la COSOB a permis au groupe Cevital de se présenter sur le marché national des capitaux, en désignant le Crédit Populaire d'Algérie (CPA), comme accompagnateur, courtier accrédité et chef de file.

Le groupe a signé avec la CPA dans le cadre de cette opération une convention de courtage ayant pour objet de définir et de préciser les termes et conditions selon lesquels le CPA, en sa qualité de courtier accompagnateur, consent à la demande de l'entreprise Cevital, en sa qualité d'émetteur, de l'accompagner dans le processus de lancement de l'emprunt obligataire auprès des institutionnels jusqu'à l'émission finale des titres.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

La banque est chargée aussi de l'ouverture d'un compte spécial au profit de Cevital après que la convention soit signée.

1.6. Adjudication

Dans le cas de l'emprunt obligataire de CEVITAL, l'émission est faite sous forme d'adjudication à la « hollandaise » ou bien au prix demandé. Son principe consiste à servir toutes les soumissions au prix demandé. Les offres aux prix les plus élevés sont servies en premier. Celles de niveau inférieur le sont ensuite, jusqu'à ce que la quantité de titres à émettre soit atteinte. Chaque investisseur bénéficiera dans ce cas d'un taux différent. Le taux de l'adjudication annoncé à l'issue de l'opération sera alors un taux moyen pondéré.

2. Les procédures suivies pour accéder au project finance

2.1. Le choix des banques

Le choix des banques est particulièrement sensible dans le cadre du montage financier du projet SKH qui est assurées uniquement par les banques publiques algériennes. Chacune de ces banques occupe un rôle particulier dans la mise en place du crédit tels que la BEA qui est désigné comme le chef de file. Elle gère le pool bancaire, maintient les garanties et centralise les flux financiers. La CPA, BNA et CNEP sont des banques prêteuses qui apportent un financement pour le projet.

2.2. Term Sheet

Les négociations entre le consortium des banques et l'emprunteur commencent, par la rédaction d'un document de crédit momentané appelé « Term Sheet ». Ce document s'adapte très bien aux négociations, car il porte sur les clauses de projet.

Le Term Sheet traite de l'essentiel, d'une façon simple et résumée. Il se doit, toutefois, d'être clair et parfaitement structuré pour éviter tout malentendu ou mauvaise interprétation pouvant affecter le bon déroulement des négociations et la rédaction de la Convention de Crédit.

La structure du document est la suivante :

- **Le projet** : La réalisation d'une centrale thermique à Hadjret Ennousse d'une puissance de 1227 MW, du type Cycle Combiné Gaz (CCG), avec une turbine à combustion et une turbine à vapeur reliées à un alternateur.
- **Le crédit** : Le crédit accordé à la société de projet est de 576 Millions USD soit 49 Milliards DZD remboursable sur une période de 15 ans
- **Objet du crédit** : Les fonds ne peuvent servir qu'à payer les coûts de construction du projet SKH.
- **L'emprunteur** : C'est la société du projet SKH.
- **Les actionnaires** : Sont les suivants :
 - Algerian Energy Company « AEC » détient 29% du capital qui est équivalent à **6.380.000.000 DZD**.
 - SONATRACH détient 10% du capital qui est équivalent à **2.200.000.000 DZD**.
 - SONELGAZ détient 10% du capital qui est équivalent à **2.200.000.000 DZD**, elle prend le rôle de l'acheteur et de fournisseur du projet ainsi que le propriétaire du terrain.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

- Algerian Utilities International Limited « AUIL » détient 51% du capital de la société de projet SKH qui est équivalent à **11.220.000.000 DZD**, SNC-Lavalin prend le rôle du constructeur et l'opérateur du projet.
- **Les contrats du projet** : Les p contrats les plus importants du projet sont l'Accord d'Association, le Contrat EPC, le Contrat O&M, la Convention de financement... etc.
- **Les prêteurs** : La BEA, la BNA, le CPA et la CNEP.
- **La maturité** : La maturité du prêt est à l'année 2023.
- **Le taux d'intérêt**: C'est un taux annuel bonifié qui est fixé par l'Etat à 3,75%.
- **Les commissions** : Cette clause fait le tour de toutes les commissions servant à la rémunération des banques, ils sont mentionnés dans la section 05.
- **Le remboursement du crédit** : Un échéancier de remboursement (avec dates et montants des échéances) est à inclure obligatoirement dans le Term Sheet, il est établi lors de l'analyse économique et financière du projet.
- **Les impôts** : le paiement de tous les impôts et taxes dus.
- **Les sûretés** : Il regroupe l'ensemble des sûretés accordées aux prêteurs et qui sont mentionnés dans la section 07.
- **L'allocation des cash-flows** : Les cash-flows serviront aux paiements des différentes commissions et frais de consultants, des intérêts échus et de principal échu selon la cascade des cash-flows.
- **La période de tirage** : C'est la période pendant laquelle les fonds octroyés par les prêteurs vont être tirés pour financer les besoins du projet SKH durant sa phase de construction.

Tirage = Besoin de financement + Intérêts capitalisés

$$\text{Intérêts capitalisés} = \left[\text{Encours début de période} + \frac{\text{tirage}}{n} \right] \times \text{taux}$$

→ Avec :

$$\left\{ \begin{array}{l} (n)=1 \quad , \text{ si le tirage a lieu en début de période} \\ (n)=\infty \quad , \text{ si le tirage a lieu en fin de période} \\ (n)=2 \quad , \text{ si le tirage est en milieu de période (utilisé dans la majorité} \\ \quad \quad \quad \text{pour réduire l'incertitude).} \end{array} \right.$$

→ Les intérêts intercalaires : les intérêts durant la période du tirage (Ils vont être additionnés au montant du crédit vu que le projet ne dégage pas encore des cash-flows assurant leurs paiements).

- **Les tirages:**

Périodes (mois)	Tirages (USD)	Cumulés (USD)
0-4	44 780 482	44 780 482
4-8	72 051 826	116 832 308
8-12	48 892 384	165 724 692
12-16	186 086 097	351 810 789
16-20	125 937 795	477 748 584
20-24	31 852 626	509 601 210
24-28	18 955 475	528 556 685
28-32	47 905 014	576 461 699

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

Tableau N°12 : Les tirages de la société de projet SKH en USD

2.3. La formation du syndicat bancaire :

Une fois l'élaboration du Term Sheet achevée, la banque chef de file (BEA) prépare la documentation pour les participants potentiels et les invite à former le syndicat bancaire. L'expérience et la réputation de la BEA joue un rôle prépondérant à ce stade. La syndication bancaire permet la répartition des risques et le respect des contraintes réglementaires en matière de concentration du risque. En effet, la participation des banques à cette classe de crédit suffit à emporter un sentiment de compétence et de solidité et une certaine notoriété à l'égard de tous.

2.4. La clôture financière:

La BEA a pour mission de rédiger, négocier et préparer la signature de la convention de financement. Cette convention est conclue le 15 juillet 2006 entre la société de projet SKH et la banque chef de file (BEA). Son objet est de définir les modalités du crédit octroyé ainsi que son remboursement, les droits et obligations de chacune des parties et les modalités relatives aux garanties.

Après la signature de la convention, et la clôture financière du projet, le prêt devient opérationnel et les banques peuvent, alors, réclamer la rémunération relative à la mise en place du syndicat bancaire et la Convention de Crédit.

Section 05 : Le coût de la dette de chaque mode de financement

1. Le coût de la dette de l'emprunt obligataire

Le coût de la dette de l'emprunt obligataire de CEVITAL est présenté dans le tableau si dessous :

Tableau N°13 : Les frais relatifs à l'emprunt obligataire de CEVITAL

Libellé	Montant
▪ Redevances de la COSOB : 0,075% du montant de l'émission	3.750.000 DA
▪ Rémunération d'ALGERIE CLEARING (adhésion, inscription en compte et opérations sur titres)	2.700.000 DA
▪ Frais de chef de file « CPA » : 0,3 % du montant levé	15.094.719 DA
▪ Frais de conseil financier « STRATEGICA »	25.000.000 DA
Total	46.544.719 DA

Source : la notice d'information de CEVITAL 2005

2. Le coût de la dette de projet SKH

Le coût de la dette du projet SKH est présenté dans le tableau si dessous :

Intitulé	Montant	Bénéficiaire
Intérêt	Un taux fixe annuel bonifié de	Les banques prêteuses

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

	3.75%	
Commission d'engagement	0,50 % sur le solde non utilisé de la dette par rapport à une année de 360 jours	La BEA en sa qualité d'agent
Commissions de gestion	0.50% du total de la dette au premier tirage seulement	La BEA en sa qualité de gestionnaire
Commission d'arrangement	0.25% du total de la dette au premier tirage seulement,	La BEA en sa qualité d'arrangeur
Commission d'agent	0.02% à la 1 ^{ère} année, 0.01% à la 2 ^{ème} année et 6.000.000 DZD/an chaque année par la suite,	La BEA en sa qualité d'agent
Commission Agent de Suretés	2.000.000 DZD/an	La BEA en sa qualité d'agent de Suretés
Commission de Banque teneur de compte	2.000.000 DZD/an	La BEA en sa qualité de Banque teneur de compte.

Tableau N°14 : Les frais de la dette du projet SKH

Section 06 : Le taux d'intérêt de chaque mode de financement

1. Le taux d'intérêt de la raffinerie De sucre 3000T/J

Le taux d'intérêt d'un emprunt obligataire dépend de plusieurs facteurs, nous citons à titre d'exemple :

- La durée de l'emprunt (plus la durée est longue plus le taux est faible) ;
- Les risques liés à l'emprunt obligataire (plus l'emprunt est risqué plus le taux est élevé) ;
- Les garanties exigées (plus l'emprunt est assuré plus le taux est faible) ;
- Le taux d'intérêt des titres de l'Etat comme les OAT⁵² (plus le taux d'intérêt des titres de l'Etat sont élevés plus le taux de l'emprunt obligataire est élevé).

Concernant l'emprunt obligataire de CEVITAL, dépend des facteurs suivants :

- L'emprunt obligataire de CEVITAL est un emprunt institutionnel, ce qui signifie que les acquéreurs sont les banques et les investisseurs institutionnels d'où on peut déduire que le taux d'intérêt est proche au taux de crédit ;
- Comme les obligations sont des instruments financiers liquides alors le taux d'intérêt de l'emprunt obligataire est inférieur au taux de crédit ;
- CEVITAL est une entreprise à bon risque, ce qui signifie que le taux d'intérêt devrait être inférieur à la moyenne des taux sur le marché obligataire.

Indicateurs indiquant que CEVITAL étant une entreprise à bon risque

⁵² OAT : les obligations assimilables au trésor

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

- **Evolution de chiffre d'affaire** : Est un indicateur de performance qui permet de savoir la situation de l'activité de l'entreprise (est ce qu'il y a une croissance, stagnation ou declin ?).

$$\text{La formule de calcul} = \frac{CA_n - CA_{n-1}}{CA_{n-1}}$$

$$\begin{aligned} \text{Evolution de CA entre 2002 et 2003} &= \frac{CA_{2003} - CA_{2002}}{CA_{2002}} \\ &= \frac{27\,404 - 14\,345}{14\,345} \quad (\text{NB : en millions de dinars}) \end{aligned}$$

Evolution de CA entre 2002/2003=91,035%

$$\begin{aligned} \text{Evolution de CA entre 2003 et 2004} &= \frac{CA_{2004} - CA_{2003}}{CA_{2003}} \\ &= \frac{38\,207 - 27\,404}{27\,404} \quad (\text{NB : en millions de dinars}) \end{aligned}$$

Evolution de CA entre 2003 et 2004=39,42%

- **Evolution de la rentabilité (ROE)** : présente la contribution des fonds propres dans le résultat de l'entreprise.

$$\text{La formule de calcul} = \frac{\text{Bénéfice net}}{\text{Fonds propres}}$$

Tableau N°15 : rendement des fonds propres (ROE)

Année	2002	2003	2004
ROE	31,5%	28,1%	37,9%

Source : la notice d'information de CEVITAL

- **Evolution de l'autonomie financière** : présente la part des fonds propres sans la totalité de passifs, il mesure le degré de l'indépendance financière de l'entreprise.

$$\text{La formule de calcul} = \frac{\text{Fonds propres}}{\text{Total passif}}$$

Tableau N°16 : Autonomie financière

Année	2002	2003	2004
Autonomie financière	30,6%	37,2%	46%

Source : la notice d'information de CEVITAL

Pour bien illustrer le taux de l'emprunt obligataire de CEVITAL, on va faire recours au modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) :

$$E(R_x) = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Avec : $E(R_x)$: La rentabilité espérée de l'actif financier ;

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

R_f : Le taux sans risque ;

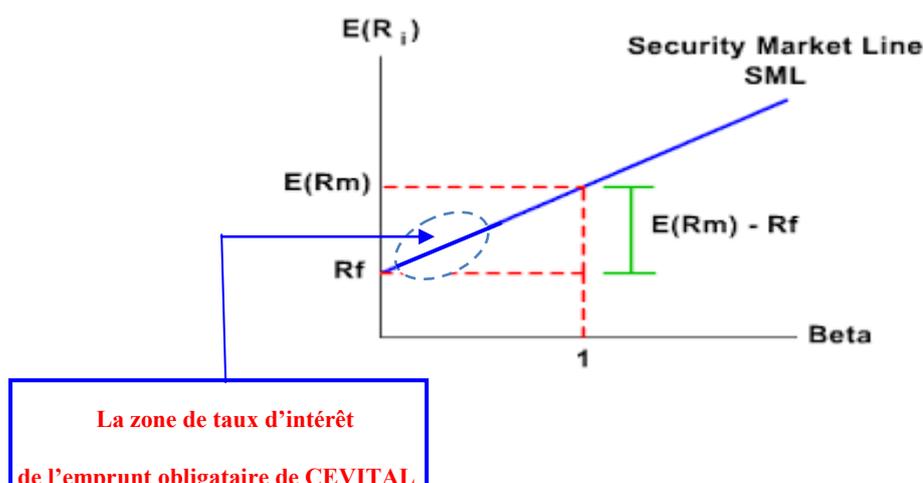
R_m : rentabilité espérée sur le marché ;

$\beta = \frac{COV(x,m)}{\delta_m^2}$ ou cov (x,m) : représente la covariance entre la rentabilité de

titre x et celle de marché m ;

δ_m^2 : représente la variance de marché.

Figure N°11 : Droite de marché des titres (SML)



Source : Réalisé par nos soins

2. Le taux d'intérêt de projet SKH

Les projets financés par la technique « project finance » sont assurés uniquement par les banques publiques algériennes. Cependant, ces dernières sont confrontées à plusieurs contraintes réglementaires, particulièrement aux règles prudentielles auxquelles sont soumises. La plus importante est que l'engagement d'une banque envers la société de projet ne doit pas dépasser les 25% des fonds propres de la banque⁵³.

Pour cette raison, les banques commerciales algériennes sont obligées d'intervenir sous forme de pools dans le but de se partager les risques et de ne pas dépasser les seuils fixés dans les règles prudentielles.

Vu que le financement de ce genre de projets nécessite des sommes très importantes qui dépasse de très loin la capacité d'intervention des banques même en formant des consortiums bancaires. Du coup, l'Etat algérien a instauré des options palliatives profitables aux banques et aux investisseurs tel que l'utilisation d'un **taux d'intérêt fixe et bonifié de**

⁵³ Article 2 de l'instruction N°74-94 du 29 novembre 1994 de la Banque d'Algérie relative à la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et des établissements financiers

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

3,75%, avec un financement sur fonds propres de la banque, le décalage entre le taux commercial et celui appliqué est versé à la fin de chaque année par le trésor public.

Section 07 : La déduction fiscale accordée au financement des deux projets

1. La déduction fiscale accordée à l'emprunt obligataire

Conformément à l'article 26 de la loi de finance 2004, modifiant et complétant l'article 63 de la loi de finance 2003 :

« Sont exonérés de l'IRG ou de l'IBS, pour une période de 5 ans à compter du 1er janvier 2003, les produits et les plus-values de cession des obligations et titres assimilés cotés en bourse ou négociés sur un marché organisé, d'une échéance minimale de cinq ans émis au cours d'une période de cinq ans à compter du 1er janvier 2003. Cette exonération porte sur toute la durée de validité du titre émis au cours de cette période. »

Conformément à cet article, les intérêts et les plus-values de cession des obligations de la 1ère et 2^{ème} tranche sont exonérés d'impôts sur le revenu global ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés si le détenteur présente ses titres à l'encaissement à la date d'échéance fixée initialement (le 18 janvier 2011 pour les obligations de la 1ère tranche et le 18 janvier 2012 pour les obligations de la 2ème tranche). Par contre, si le détenteur choisit de présenter les titres « encaissables par anticipation » pour remboursement à la date d'encaissement anticipée (le 18 janvier 2009 pour les obligations de la 1ère tranche et le 18 janvier 2010 pour les titres de la 2ème tranche), les revenus perçus au cours des années antérieures deviendront taxables et les sommes dues devront être acquittées selon les modalités fixées par la direction générale des impôts.

2. La déduction fiscale accordée au projet SKH

« Les investissements étrangers réalisés dans les activités économiques de production de biens et de services font l'objet, préalablement leur réalisation, d'une déclaration d'investissement auprès de l'Agence Nationale de Développement de l'Investissement (ANDI)»⁵⁴. Cette déclaration permet à la société de projet SKH de bénéficier de plusieurs avantages fiscaux, parafiscaux et douaniers.

Au titre de la période de réalisation et pour une durée de 3 ans, le projet bénéficiera des avantages suivants :

- Exonération des droits, taxes, impositions et autres prélèvements à caractère fiscal.
- Exonération des droits d'enregistrement portant sur les mutations des propriétés immobilières affectées à la production ainsi que la publicité légale dont elles doivent faire l'objet.
- Exonération des droits d'enregistrement sur les actes constitutifs de sociétés et les augmentations de capital.
- Exonération de la taxe foncière sur les propriétés immobilières affectées à la production.

⁵⁴ Article 4 bis. (Crée par l'ordonnance 09-01 et modifié par l'ordonnance 13-08) du code d'investissement.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

Au titre de la période d'exploitation et pour une durée de 5 ans, le projet bénéficiera des avantages suivants :

- Exonération de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS),
- Exonération de la taxe sur l'activité professionnelle (TAP).

Les intérêts sont considérés comme des charges financières déductibles de résultat fiscal.

Section 08 : Allocation des risques dans chaque projet

Dans cette section, nous analysons les risques inhérents à chaque mode financement.

1. Identification des risques liés au projet de la raffinerie

1.1. Risques internes à l'entreprise et risques liés à son environnement

Comme toute entreprise à caractère industriel, La raffinerie de sucre de CEVITAL, porte en elle un certain niveau de risque propre à ses activités de production et de commercialisation. Le groupe CEVITAL recourt à des compagnies d'assurance pour se couvrir contre les risques industriels liés à la sécurité des installations complexes et de ses infrastructures proches, y compris les incidences susceptibles d'influer sur ses intérêts dont les pertes de production ou de l'outil lui-même pour cause de grèves ou d'émeutes.

1.2. Risque lié à l'environnement concurrentiel

Avec l'ouverture du marché, caractérisé par une baisse progressive des droits de douanes, conjugué à l'arrivée de nouveaux concurrents, la raffinerie de sucre de CEVITAL sera amenée à faire face au risque de pertes de parts de marché. En déployant un effort et continu, tant en matière d'optimisation de ses coûts, que sur l'amélioration de la qualité de ses produits, le groupe CEVITAL pourra aboutir à la préservation et l'accroissement de ses parts de marché.

1.3. Risque de change

Le risque d'une évolution défavorable du cours de change entre le moment de la conclusion et de la réalisation des opérations avec l'étranger et avec l'absence d'un système financier qui offre des moyens pour se couvrir contre le risque de change, CEVITAL a pris une décision de contenter sur endettement interne (emprunt obligataire) pour financer la raffinerie de sucre.

1.4. Risque de taux d'intérêt

Quand la période d'exercice de l'option d'encaissement par anticipation arrive, l'emprunteur prend la décision de l'exercer ou non selon le taux de marché :

- Si le taux de marché est plus élevé que celui de l'emprunt obligataire l'emprunteur prend la décision d'exercer l'option, dans ce cas CEVITAL sera dans la nécessité de rembourser et si elle a besoin encore de fonds elle va émettre un nouvel emprunt obligataire avec un taux plus élevé.
- Si le taux de marché est moins élevé que celui de l'emprunt obligataire l'emprunteur prend la décision de ne pas exercer l'option, dans ce cas-là CEVITAL ne sera pas dans la nécessité de se refinancer.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

1.5. Risque d'inflation

Pour bien expliquer le risque d'inflation, on va faire recours à la relation Fisher qui stipule que :

$$\text{Le taux d'intérêt réel} = \text{le taux d'intérêt nominal} - \text{le taux d'inflation}$$

Dans le cas de l'Algérie qui souffre de l'inflation avec son taux qui augmente d'une année à une autre, CEVITAL avec son emprunt obligataire va être bénéficiaire de cette situation car le taux d'intérêt réel va diminuer d'une année à une autre.

1.6. Risque d'encaissement par anticipation

Le risque d'encaissement par anticipation sera concrétiser dans le cas où le taux d'intérêt de marché sera plus élevé que celui de l'emprunt obligataire, dans ce cas l'emprunteur exerce l'option d'encaissement par anticipation, ce qui peut amener CEVITAL a lancé un nouveau emprunt avec un taux plus élevé et des coûts supplémentaires liés à la procédure.

1.7. Risque de crédit ou le risque de non-paiement

Concernant ce risque, on constate en effet que CEVITAL a une bonne santé financière, ce constat est déduit en s'appuyant sur le ratio de la capacité de remboursement présentée au sein de la notice d'information de CEVITAL :

$$\text{La capacité de remboursement} = \frac{\text{Marge brut d'au financement}}{\text{intérêts+remboursement de capital}}$$

* $MBA = \text{résultat net} + \text{dotation aux amortissements} + \text{variation des provisions pour dépréciation d'actifs immobilisés}$

Selon les projections financières de CEVITAL ce ratio est de 3,7 pour 2005, 6,6 pour 2009 et de 10,6 pour 2010.

Cela veut dire que les opérations de l'entreprise généreraient plus de trois fois et demie les montants nécessaires au remboursement des dettes et au paiement des intérêts.

En plus CEVITAL s'est engagée à ne pas verser aux actionnaires de dividendes supérieurs à 20% du résultat net de l'exercice pour lequel ils sont déclarés, ni à procéder à des rachats d'actions ou toute autre forme de paiement aux actionnaires ou aux dirigeants supérieurs à cette proportion du résultat net. Ce droit de déclaration de dividendes n'est pas cumulatif.

De plus l'émetteur s'engage à ne pas déclarer de dividendes, procéder à des rachats d'actions ou toute autre forme de payment aux actionnaires ou aux dirigeants qui auraient pour effet de mettre la société en violation avec le ratio de la capacité de remboursement.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

2. Identification et couverture des risques du projet SKH

De tout ce qui précède, nous allons, identifier les risques qui pèsent sur le projet et la manière dont ils sont couverts :

2.1. Risque en phase de construction

Il y'a plusieurs risques qui peuvent parvenir dans cette phase, mais vu que le constructeur est un chef de file mondiale dans la construction est l'ingénierie financière, Ces risques sont réduit tels que :

- **Risque technologique :** Le constructeur a utilisé des technologies éprouvées et certifiée.
- **Risque de surcoûts et de retard de construction :** il est réduit l'expérience du Constructeur et par sa prise de participation dans le capital de la société de projet SKH.
- **Risque de réalisation ou de performance :** En cas de non-respect de ses garanties de performance, le Constructeur sera contraint de payer des pénalités.

2.2. Risque en phase d'exploitation et maintenance

Durant cette phase, ils peuvent parvenir certain risques qui sont les suivant :

- **Risque de dépassement des coûts d'exploitation :** Il est couvert par le contrat O&M, à travers différents garanties et cautions couvrants ces responsabilités en tant qu'exploitant.
- **Risque d'approvisionnement :** Ce risque est couvert à travers le contrat de conversion de gaz naturel en électricité « ECA » ainsi que sa prise de participation dans le capital de la société de projet SKH.
- **Risque de volume et du prix :** Le projet SKH est totalement couvert contre le risque de volume et prix qui est transféré sur l'Acheteur, à travers un contrat « ECA » à long terme de type « Take or Pay » qui l'engage à prendre et à payer toute la production d'électricité disponible avec une garantie de paiement de 2,4 Milliards DZD pendant toute la durée du contrat.

2.3. Risques communs aux deux phases

➤ **Risque de crédit**

C'est lorsque l'acheteur Sonelgaz ne paie pas sa dette à temps pour le compte SKH, et ce dernier ne paie pas sa dette envers les prêteurs, Ce risque est atténué du fait que :

- Sonelgaz, AEC, Sonatrach, SNC-Lavalin et Mubadala sont considérés comme des partenaires performants, crédibles et solvables, ce qui est rassurant pour les bailleurs de fonds et pour la Société de Projet en même temps puisque l'Acheteur en fait partie,
- Le package contractuel inclus des sûretés accordées par les sponsors ou par la Société de Projet tels que le nantissement des comptes de revenus, des actions ou des actifs du projet.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

➤ **Risque de taux de change**

Le remboursement de la dette se fait dans la même monnaie que celle des cash-flows pendant la période d'exploitation, ce qui exclut le risque de change.

➤ **Risque de taux d'intérêt**

Dans le cadre de la réalisation des centrales thermique, le taux d'intérêt est fixé par l'Etat algérien à un taux bonifié de 3.75%. Ce qui élimine le risque de toute augmentation défavorable du coût de la dette.

➤ **Risque d'indexation**

Ce risque n'existe pas dans la phase de construction car le contrat EPC est établi avec un prix forfaitaire, fixe et définitif. Cependant, ce risque peut survenir durant la phase d'exploitation car le contrat O&M prévoit des clauses d'indexation. Ce risque est à la charge de l'acheteur (SONELGAZ), car toutes augmentations des coûts d'exploitation se répercuteront sur le prix de cession de l'électricité.

➤ **Risque de force majeure**

Dans le cadre des contrats EPC et O&M, SKH a prévu des suspensions ou exonération des obligations, des prorogations de délais ou période d'exploitation et des indemnisations : indemniser le Constructeur et en cas de survenance d'un tel cas sur justificatifs jusqu'à un plafond de 3 000 000 USD pour démobilisation et 3 000 000 USD pour remobilisation, et d'indemniser aussi l'Opérateur jusqu'à un plafond de 3 000 000 USD pour démobilisation et 1 500 000 USD pour remobilisation.

Dans le cadre du contrat ECA, l'Acheteur a prévu de continuer à payer la Société de Projet pendant la durée de la force majeure, le cas de force majeur Bis « Un engagement des actionnaires à indemniser la SPV en cas de survenance de tels cas, et du gouvernement du pays d'accueil à assumer sa part de responsabilité,

Section 09 : les garanties exigées pour le financement des deux projets

1. Les garanties exigées à l'emprunt obligataire de CEVITAL

Pour assurer le remboursement de l'emprunt obligataire CEVITAL a donné un certain nombre d'actifs comme garanties.

Les sûretés réelles de 1er rang sont composées de différents nantissements et hypothèques sur des terrains, immeubles, installations et équipements représentant une valeur globale de 4 395,7 millions de dinars. Ces sûretés sont constituées par des actes authentiques enregistrés et en cours de publication aux conservations foncières et au registre de commerce.

Les sûretés réelles de 2e rang sont composées de différents nantissements et hypothèques sur des terrains, immeubles, installations et équipements représentant une valeur globale de 14 648,0 millions de dinars. Ces sûretés sont constituées par des actes authentiques enregistrés et en cours de publication aux conservations foncières et au registre de commerce.

Les sûretés sur ces actifs provenant d'engagements antérieurs à cet emprunt obligataire portent sur une valeur maximale de 9 421,5 millions de dinars. Certaines sûretés

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

prioritaires s'éteindront durant la vie de l'emprunt, et des sûretés au profit de la masse des obligataires de second rang, au moment de l'émission de l'emprunt, deviendront des sûretés de premier rang.

La valeur résiduelle minimale des sûretés de 2e rang est donc de 5 226,5 millions de dinars (Sûretés de 2^e rang au bénéfice de la masse des obligataires moins Sûretés prioritaires sur des actifs nantis ou hypothéqués au profit de la masse des obligataires).

Ainsi le montant d'emprunt de 5 milliards de dinars est couvert par une valeur totale de sûretés (valeur des sûretés de 1er rang plus valeur résiduelle des sûretés de 2e rang) de 9 623,3 millions de dinars, soit des sûretés représentant 192% du montant de l'emprunt.

2. Les garanties exigées pour le projet SKH

Pour garantir le remboursement de la dette du projet SKH, les banques représentées par le chef de file (BEA) exigent un ensemble de garanties qui sont les suivantes :

Garanties		Interprétation	Parties Prenantes
Les actes de nantissements	Nantissement du fonds de commerce	C'est un nantissement de premier rang sur le fonds de commerce et le matériel le constituant, ainsi que sur les opérations industrielles, commerciales et financières.	- L'hypothécaire : la société de projet SKH - Les bénéficiaires : les banques prêteuses.
	Nantissement du solde du compte d'indemnités d'assurances de la CASH	Il a pour objet de nantir le montant de la réassurance dans le compte.	- L'hypothécaire : la CASH - Le débiteur : la société de projet SKH - Les bénéficiaires : les banques prêteuses.
	Nantissement du solde des comptes bancaires	Il a pour objet de nantir les sommes disponibles sur le compte bancaire de débiteur.	- Le débiteur : la société de projet SKH - Les bénéficiaires : les banques prêteuses.
	Nantissement des actions de l'emprunteur	Il a pour objet de nantir les actions détenues par la société de projet en garantie du remboursement du crédit.	- Le débiteur : la société de projet SKH - Les bénéficiaires : les banques prêteuses.
Les actes de délégations	Acte de délégation des créances	Il a pour objet d'assurer et d'imposer le paiement de pénalités en cas de malfaçons ou de retard de livraisons.	- Le délégant : la société de projet SKH ; - Le délégué : SNC-Lavalin Constructors ; - Les délégataires : les banques prêteuses.
	Acte de délégation des	Il a pour objet d'assurer contre les risques liés à la construction et à	- Le délégant : la

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

	assurances	l'exploitation de la centrale électrique.	société de projet SKH ; - Le délégué : la CASH ou la CAAT ; - Les délégataires : les banques prêteuses.
	Acte de délégation des paiements au titre du contrat « ECA »	Il a pour objet d'assurer Sonalgaz fournira à la Société de Projet le gaz naturel pour le convertir en énergie électrique,	- Le délégant : la société de projet SKH ; - Le délégué : Sonelgaz spa ; - Les délégataires : les banques prêteuses.
La promesse d'hypothèque de l'ouvrage à concevoir		Son objet est d'hypothéquer la centrale, les constructions et le terrain du projet au profit des banques prêteuses. Après l'achèvement de la construction, elle va devenir l'hypothèque sur la centrale.	- Le délégué : la société de projet SKH - Les bénéficiaires : les banques prêteuses.

Tableau N°17 : Les garanties exigées pour le projet SKH

Section 10 : le contrôle des emprunteurs dans chaque mode de financement

1. Le contrôle des obligataires dans l'emprunt obligataire de CEVITAL

Les porteurs d'obligations de cette émission sont réunis de droit dans une masse obligataire. Au cas où CEVITAL émettrait ultérieurement de nouvelles obligations entièrement assimilables aux présentes obligations, notamment quant au montant nominal, aux intérêts, à leurs échéances, aux conditions et dates de remboursement et aux garanties, elle pourrait, si chaque contrat d'émission le prévoit grouper en une masse unique les porteurs ayant des droits identiques.

En plus CEVITAL ne pourra émettre d'obligations assimilables à celle de la présente émission si le résultat de cette assimilation était à l'effet que l'encours de la dette obligataire dépasserait 80 % de la couverture par les garanties telle que présentée dans la section « Garanties », la couverture étant la valeur des sûretés au bénéfice de la masse des obligataires diminuée de la valeur des sûretés prioritaires par rapport au droit de la masse des obligataires.

La Banque Chef de file, le Crédit Populaire Algérie, assurera le rôle de mandataire provisoire de la masse des obligataires, en attendant la tenue de l'assemblée générale des obligataires et la désignation par celle-ci de son mandataire.

Conformément à l'article 715 bis 90 du Code du commerce (Décret législatif 93-08 du 25 avril 1993) :

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

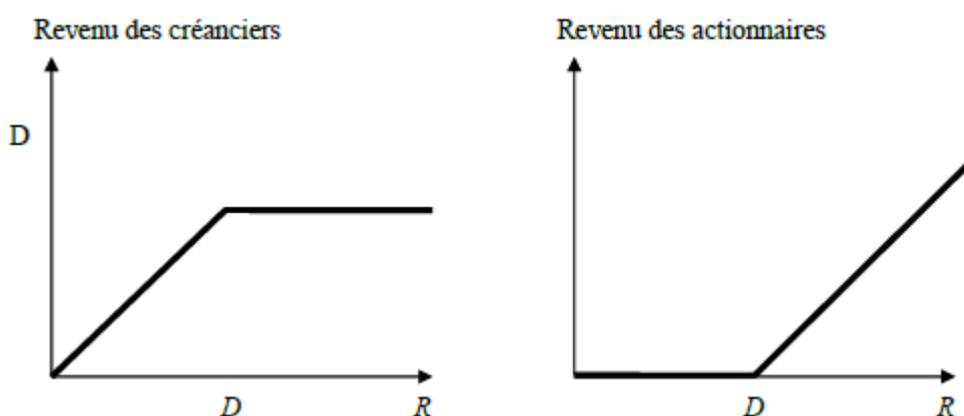
« Sauf restriction décidée par l'assemblée générale des obligataires, les mandataires ont le pouvoir d'accomplir au nom du groupement tous les actes de gestion pour la défense des intérêts communs des obligataires »

Section 11 : Le recours en cas de faillite de chaque projet

1. Recours en cas de faillite dans la raffinerie de sucre 3000T/J

Dans le cas de l'emprunt obligataire de CEVITAL, le principe de la séniorité de la dette par apport fonds propres se prononce dans la situation de la faillite de l'entreprise. On va contenter sur le schéma suivant pour bien illustrer cette idée.

Figure N°12 : La séniorité de la dette par apport au fonds propres



Source : Extrait de cours de l'organisation et finance d'entreprise de professeur GLIZ

Le revenu des créanciers est convexe par rapport au revenu de l'entreprise et le revenu des actionnaires est concave par rapport au revenu de l'entreprise.

L'article 715 bis 106 de code de commerce stipule que : En cas de faillite ou de règlement judiciaire de la société, les représentants des obligations sont habilités à agir au nom de tous les obligataires.

Ils déclarent au passif du redressement judiciaire de la société, le montant au principal des obligations restant en circulation augmenté pour mémoire des coupons d'intérêts échus et non payés dans le décompte sera établi par le représentant des créanciers.

La présentation des titres de leurs mandats n'est pas obligatoire à cette fin.

2. Recours en cas de faillite dans le projet SKH

La créance de la société de projet SKH envers les banques est une créance de premier rang, elle doit être remboursée juste après le paiement des coûts d'exploitations selon la procédure suivantes :

- Demander le remboursement immédiat de 30% du crédit
- Accélération du remboursement du principal.

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

- Arrêter les tirages et annuler toute la part encours du crédit.
- Mettre en jeu toutes les sûretés de la société de projet SKH (les prêteurs n'ont qu'un recours limité, aux cash-flows et aux actifs du projet).

Ce qui reste est distribuer entre les actionnaires de la société de projet SKH selon la part de chacun entre eux.

Section 12 : la comparaison entre les différents modes de financement

Pour synthétiser notre travail, les importants critères de comparaison entre Les 4 modes de financement sont les suivants :

- L'utilisation de financement dans chaque projet.
- Les intervenants de chaque projet.
- Les procédures suivies pour le montage financier.
- Le coût de la dette de chaque mode de financement.
- Le taux d'intérêt de chaque mode de financement.
- La déduction fiscale accordée au financement des deux projets.
- L'allocation des risques de chaque projet.
- Les garanties exigées pour le financement des deux projets.
- Le contrôle des emprunteurs dans chaque mode de financement.
- Le recours en cas de faillite de chaque projet.

Attribut	Project finance	Emprunt obligataire	Emprunt bancaire	Crédit-bail
Caractéristiques générales	Le project finance est un mode de financement utilisé lorsque l'emprunteur souhaite dissocier le risque du projet de son propre risque. Il permet aux sponsors de ne pas consolider la dette du projet sur leur propre bilan.	L'emprunt obligataire est un mode de financement par recours au marché financier. Le recours à l'emprunt obligataire n'est possible que pour les grandes entreprises de haute qualité qui ont accès au marché boursier.	L'emprunt bancaire à moyen terme est le principal mode d'endettement de l'entreprise en Algérie. C'est un financement indivis qui nécessite une relation étroite entre la banque et l'entreprise.	Le crédit-bail, appelé aussi location-financement, est un mode de financement spécifique qui permet au financier de conserver la propriété juridique du bien financé.
Utilisation	Le project finance est principalement destiné à financer de grands projets complexes.	-L'entreprise à une certaine liberté d'utilisation de montant obtenu bien que dans certains cas,	L'emprunt bancaire à moyen terme permet à l'entreprise de financer l'acquisition	Le crédit-bail est essentiellement utilisé pour l'acquisition de matériels de production ayant

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

		l'emprunt obligataire est destiné à financer un programme bien déterminé.	d'équipements de production.	plus ou moins un marché secondaire.
Durée du financement	Long ou très long terme	Long terme	Moyen ou long terme	Moyen terme
Nombre de financiers	Indivis (que les institutions financières)	Multiple (investisseurs institutionnels, banques, ménages, entreprises)	Indivis (concerne les banques)	Indivis (concerne les sociétés de leasing ou une banque qui a une vocation de leasing)
Intervenants	<ul style="list-style-type: none"> -La société de projet -Les sponsors -Les prêteurs -Le constructeur -L'exploitant -Le fournisseur -L'acheteur -Les tiers investisseurs -Les conseillers -Les assureurs -Les agences de crédit à l'exportation -Les institutions multilatérales -Le gouvernement du pays d'accueil. <p>Le project financing prend souvent la forme d'un syndicat.</p>	<ul style="list-style-type: none"> -Etat et collectivités locales -Entreprises(SPA) -investisseurs institutionnels -les banques -les ménages -COSOB -IOB -SGBV -Algérie clearing - Conseiller financier -TCC 	<ul style="list-style-type: none"> - les banques - les demandeurs de crédit (entreprises, particuliers,...) <p>Pour des montants élevés, le crédit bancaire peut prendre la forme d'un syndicat</p>	<ul style="list-style-type: none"> -le fournisseur - le bailleur -le preneur
Accès au financement	Relativement long	Procédure long car les règles d'admission du marché boursier sont contraignantes.	Relativement rapide. Pour des banques efficaces, le délai de réponse peut même être de quelques jours.	Relativement accéléré
Coût de la dette	Elevé dû au coût de structuration	Taux d'intérêt relativement plus faible (nombreux prêteurs, liquidité	Un peu plus élevé que celui de l'emprunt obligataire.	Taux d'intérêt du crédit-bail est relativement élevé

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

		du titre)		notamment en raison des coûts opérationnels élevés.
Taux d'intérêt	Taux élevé à cause de la multiplicité des risques.	Taux d'intérêt relativement plus faible (nombreux prêteurs, liquidité du titre)	Le taux d'intérêt est négocié entre l'emprunteur et la banque. En général, le taux d'intérêt d'un crédit bancaire est supérieur au taux d'intérêt de l'emprunt obligataire et inférieur au taux d'intérêt du crédit-bail.	Taux d'intérêt plus élevé que celui de crédit bancaire, notamment en raison des coûts opérationnels.
Déductibilité fiscale	Les intérêts sont considérés comme des charges financières déductibles de résultat fiscal.	Les coupons sont considérés comme des charges financières déductibles de résultat fiscal de l'entreprise	Les intérêts sont considérés comme des charges financières déductibles de résultat fiscal	-Les loyers sont considérés comme des charges financières déductibles de résultat fiscal -L'entreprise bénéficie d'un allègement de paiement de la TVA d'achat qui sera étalé durant toute la durée de paiement des loyers, contrairement à un achat simple ou le paiement de la TVA sera au début de période
Allocation du risque	- Les risques sont partagés sur la base de la structure contractuelle entre tous les intervenants y compris les bailleurs de fonds.	Le risque de l'emprunt obligataire est à la charge du détenteur de l'obligation. En général, ce risque est garanti par les biens de l'entreprise	Les risques liés au financement par crédit bancaire sont assumés par la banque, pour cette raison la banque exige un certain nombre de garantie pour faire face à tout	Les risques liés au financement par crédit-bail sont assumés par le crédit bailleur. Ce dernier conserve la propriété juridique du bien financé

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

	<p>-C'est un financement sans recours ou à recours limité envers les sponsors.</p> <p>- Le partage des risques avec des parties qui peuvent mieux les gérer.</p>	émettrice.	imprévu.	pour réduire le risque. Le risque demeure cependant car la valeur du bien est incertaine.
Garanties exigées	<p>Garanties particulières sur les actifs du projet.</p> <p>Assuré par les cash-flows générés de l'exploitation du projet (flux de trésorerie unique) qui sont versés dans un compte de revenus nanti au profit des financiers.</p>	Hypothèque Nantissement	Hypothèque Nantissement Garanties personnelles (les cautions)	La propriété juridique de bien est la garantie pour le crédit bailleur
Contrôle	<p>Une forte transparence, Les recettes et les dépenses sont mesurés et surveillés facilement par les financiers.</p>	<p>Les détenteurs d'obligations sont éparpillés, ce qui réduit leur capacité de contrôle de l'entreprise. Ils constituent la masse des obligataires dont les droits et obligations sont définis par le code de commerce.</p>	<p>La banque a généralement la possibilité de contrôler l'entreprise car :</p> <ul style="list-style-type: none"> - elle peut exiger tout document qu'elle souhaite obtenir ; -elle peut rendre visite à l'entreprise ; -elle peut insérer des clauses protectrices dans le contrat de crédit. 	<p>Le crédit bailleur conserve la propriété juridique, ce qui lui confère un certain niveau de contrôle de l'entreprise.</p>
Recours en cas de faillite	<p>Le projet peut être isolé et épargné de la faillite éventuelle du sponsor.</p> <p>Les prêteurs n'ont qu'un</p>	<p>En cas de faillite l'entreprise est en situation de remboursement de ses créances commençant par les dettes de l'Etat,</p>	<p>Le même enchainement déjà cité en emprunt obligatoire, le remboursement de l'emprunt</p>	<p>En cas de faillite de l'entreprise, la société de crédit-bail résilie le contrat de leasing et récupère son</p>

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

	recours limité, aux cash-flows et aux actifs du projet.	le paiement des employés puis les créanciers ayant une garantie comme l'emprunt obligataire	bancaire va être avec les créanciers ayant une garantie	équipement
--	---	---	---	------------

Tableau N°18 : Le tableau comparatif synthétique des modes de financement

Chapitre 03 : Analyse comparatives entres les différents modes de financement

Conclusion du troisième chapitre

Nous arrivons au terme du troisième et dernier chapitre qui avait pour but de comparer entre le financement classique et le project finance, à travers l'étude de deux cas concrets qui portent, l'un, sur le financement d'une raffinerie de sucre par l'emprunt obligataire et l'autre, sur le financement d'une centrale thermique par la technique project finance.

Grâce aux éléments présentés tout au long de ce chapitre, nous pouvons conclure que chaque mode de financement a ses propres caractéristiques, acteurs, risques et avantages. Chaque mode de financement est adapté à des situations particulières.

Le projet de réalisation de la raffinerie de sucre qui est la plus grande raffinerie dans le monde entier avec une capacité de production de 2340000 tonnes/an. Ce projet procure plusieurs avantages à l'économie algérienne, à savoir :

-Haute technologie, la meilleure disponible sur le plan mondial, va permettre d'acquérir des compétences à long terme et un transfert de technologie à l'Algérie.

-Les produits seront vendus dans plusieurs pays ce qui constituera une excellente publicité aux produits agroalimentaires algériens dont la qualité répond aux normes.

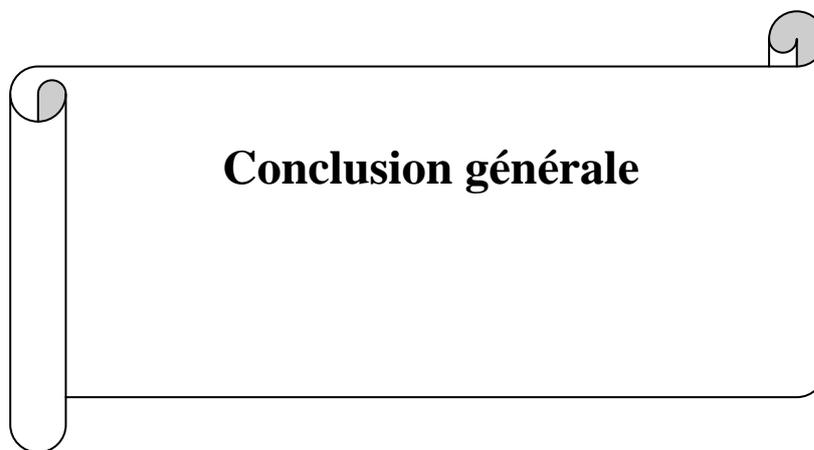
-Enfin, le projet impliquera la création d'un nombre significatif d'emplois donc le taux de chômage va diminuer.

De l'autre côté le projet de réalisation de la centrale électrique de Hadjret Ennous qui est le plus important projet de l'industrie électrique en Algérie d'une puissance de 1227 MW et une capacité annuelle de production d'environ 9900 GWh. Ce projet procure plusieurs avantages à l'économie algérienne, à savoir :

-Les partenaires leaders associés à la réalisation et la technologie utilisée vont permettre d'acquérir des compétences à long terme et un transfert de technologie et de savoir-faire à l'Algérie.

-Il participe à la création d'emplois directs et indirects (sous-traitants, fournisseurs et prestations de service, ...).

- Le projet dispose de sa propre unité de dessalement d'eau de mer. De ce fait, il pourrait dégager un surplus et contribuer à satisfaire la demande croissante de l'eau en Algérie.



Conclusion générale

Conclusion générale

Nous arrivons au terme de notre mémoire qui a pour objet de comparer entre les différents modes de financement des projets d'investissements. Ainsi, notre travail a été scindé en trois chapitres :

D'abord, un premier chapitre dont l'objectif était la présentation de financement classique de l'investissement dit « sur bilan », ou la rentabilité de l'entreprise est la base de l'octroi de crédit. Nous avons présenté trois modes de financement : le crédit bancaire, le crédit-bail et l'emprunt obligataire.

Chaque type de financement a ses propres avantages et inconvénients. Dans le cas du crédit bancaire, le principal point fort de ce financement est la détention de l'entreprise de la propriété juridique des équipements acquis, et son point faible l'exigence d'un apport initial pour accéder à ce type de crédit.

Pour le crédit-bail, il s'agit d'un mode de financement qui assure le financement intégral de l'investissement, mais en contrepartie c'est le financement le plus coûteux dans la classe de financement classique.

Enfin, on a terminé le premier chapitre par l'emprunt obligataire qui est un mode de financement destiné aux grandes entreprises qui donne à ces dernières une certaine liberté d'utilisation des fonds obtenus, mais c'est un mode de financement qui expose l'entreprise aux aléas de marché (la loi de l'offre et de la demande).

Tous ces modes de financement ont comme caractéristique commune le recours des créanciers aux actionnaires en cas de faillite de l'entreprise.

Par la suite, un deuxième chapitre qui traite le project finance qui est une nouvelle technique de financement dite sur « cash-flows ». C'est un mode de financement destiné aux entreprises qui veulent conserver leurs bilans et financer de façon indépendante leurs projets.

Le project finance est une technique qui permet le financement des grands projets capitalistiques (souvent supérieur à 80 millions d'euro). Le remboursement des financements est assuré essentiellement par les cash-flows futurs qui seront générés par le projet financé. Les financements sont sécurisés par les actifs sous-jacents de la société de projet (un point commun avec le financement classique sauf pour le cas de crédit-bail ou le bien loué constitue la seule garantie pour le bailleur), sans recours ou avec recours limité envers les sponsors (actionnaires). La seconde garantie du project finance est la priorité de remboursement de la dette (créance du premier rang) qui est faite sur la base des cash-flows du projet.

Le project finance introduit ainsi une dissociation entre le risque de projet et le risque de l'investisseur.

La réalisation d'un projet par le biais du « project finance » passe par un long cheminement, auquel s'y joignent différents acteurs, ce qui rend la négociation des contrats et des accords très longue, afin d'aboutir à une structure contractuelle équitable pour toutes les parties.

Conclusion générale

Dès que les promoteurs prennent la décision d'utiliser le project finance, ils font appel aux banques qui se réunissent en consortium dans le cas d'acceptation de financement de projet. Pour se faire ils doivent s'assurer de la rentabilité de projet, c'est pourquoi elles effectuent une analyse et une évaluation de tous les aspects du projet en se basant sur son package contractuel, son modèle économique et financier.

Par ailleurs, afin de bien cerner les points de concordance et celles de divergence entre ces différents modes de financement, nous avons réalisé une étude empirique comparative sur deux projets concrets, à savoir le projet de réalisation d'une raffinerie de sucre qui est financé par l'un des sources de financement classique qui est l'emprunt obligataire et le projet de réalisation d'une centrale thermique qui est financé par la technique de project finance.

Pour se faire, nous avons fait appel à un certain nombre de critères tel que : les intervenants, l'accès au financement, les risques, les garanties, le recours en cas de faillite, ...

Nous avons abouti à la conclusion que chaque type de financement a ses propres caractéristiques et le choix de l'un par rapport à l'autre reste une décision financière stratégique. Notre objectif est de décrire chaque mode de financement, son champs d'application, ce qui permet aux entreprises de retenir le mode de financement le plus adéquat.

Bibliographie

Ouvrage :

- BARREAU.J, J.DELAHAYE et F.DELAHAYE, « Manuels et applications, gestion financière», 4èmeEdition, Ed.DUNOD, Paris, 2005.
- BENICHOU Ivan et CORCHIA David, «Le financement de projets-Project Finance », ESKA, 1996.
- BOUGHABA. A, op. Analyse et évaluation de projets, éd Berti, Alger, 2005.
- BOUYACOUB Farouk, L'entreprise et le financement bancaire, Ed. CASBAH, Alger 2000.
- Clews, R.J. «project finance for the international petroleum industry », Ed:Elsevier, 2016.
- COLASSE B., Gestion financière de l'entreprise, Ed. Puf, Paris, 1982.
- COPELAND.T. E et_al, « Financial Theory and Corporate Policy ».PEARSON. 4ème edition.
- GARDES N, Finance d'entreprise, Edition d'organisation, Paris, 2006.
- VIZZAVONA, Patrice. Gestion financière, 9ème édition, Paris, 2004.
- GRANDGUILLOT, BEATRICE & Francis. Analyse financière : Activité-Rentabilité, Structure financière, Tableaux de flux, Gualino éditeur, 4ème éd, Paris, 2006.
- KOHL B. « Le leasing financier et son harmonisation par UNIDROIT », Rev.dr.unif, 2011.
- KOUTOGLIDOU, Alexandra « financement privé pour infrastructures publiques», Aristotle University of Thessaloniki, 2005.
- Larreur, Charles-Henri « Financements Structurés », ed :ellipse.
- LYONNET Michel DU MOUTIER, « financement sur projet et partenariat public-privé».Ed : EMS.2006.
- LYONNET Michel DU MOUTIER, « Financement de projet et partenariats publique-privé 2ème Edition » 2012.
- Lyonnet Michel du Moutier, « financement sur projet et partenariats public-privé », Ed :EMS, 2012.
- NIMROUD ROGER, TAFOTIE YOUMSI, « introduction au project finance ». Ed : Larcier Business 2015.
- SIMON, F. X. & M. TRABELSI, Préparer et défendre un projet d'investissement, Dunod, Paris, 2005.
- TEULIE.J. et TOPSACALIAN. P, « Finance », Éd. Vuibert, Paris, 1997.
- Weinberg Herb Leasing: « one Answer to the Capital Shortage »Fortune Magazine, Nov; 1976.

Articles et revues :

- BOURETZ EMMANUEL, « Crédits syndiqués : transfert et partage du risque entre les banques », Revue Banque : ed 2005.

- Garrido Eric « le cadre économique et le réglementaire du crédit-bail » Revue Banque Edition, 18 rue Lafayette 75009.
- GARRIDO Eric, Le cadre économique et le réglementaire du crédit-bail, Tome 1, Revue Banque Edition.
- Guide de financement de projets MDP, Institut de la Banque Mondiale, Mai 2007.

Documents administratifs :

- Accord d'association de SKH.
- General Electric international, « Cycle combiné 30 questions »
- SONELGAZ, « Les principes de montage d'un financement en Project finance », Document interne, 2007.

Textes réglementaires :

- Article 2 de l'instruction N°74-94 du 29 novembre 1994 de la Banque d'Algérie relative à la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et des établissements financiers.
- Article 4 bis. (Créé par l'ordonnance 09-01 et modifié par l'ordonnance 13-08) du code d'investissement.

Sites web :

- <https://www.manager-go.com>
- www.dwatts.fr <https://www.boursorama.com> www.lawperationnal.com.
- <https://business.lesechos.fr>
- www.dsi.cnrs.fr « Guide méthodologique pour le suivi des risques d'un projet », 2000.
- www.edf.fr
- www.skh-dz.com

Table des matières

Introduction générale.....	A-D
Chapitre 01 : Le financement classique d'un projet d'investissement	
Introduction du premier chapitre	1
Section 01 : Généralités et notions de base sur l'investissement	2
1.1 La définition de l'investissement	2
1.2 Les caractéristiques financières d'un projet d'investissement	2
1.3 Les sources de financement d'un projet d'investissement	4
Section 02 : Le financement de l'investissement par le crédit bancaire	7
2.1 La définition du crédit	7
1.2 La définition de crédit d'investissement	7
2.3 Les caractéristiques d'un crédit bancaire.....	9
2.4 Les risques liés au crédit bancaire	10
2.5 Les avantages et les inconvénients d'un crédit bancaire	11
Section 03 : Le crédit-bail	12
3-1 La définition de crédit-bail selon la norme IAS 17	12
3.2 Les intervenants	13
3.3 Les caractéristiques de l'opération de crédit-bail	14
3.4 Typologie de crédit-bail.....	15
3.5 Les formes particulières du leasing	17
3.6 Les analogies de crédit-bail	18
Section 04 : l'emprunt obligataire	21
4.1 La définition de l'emprunt obligataire.....	21
4.2 La définition de l'obligation	22
4.3 Les différentes formes d'obligations	22
4.4 Les caractéristiques d'une obligation.....	22
4.5 Quelques types d'obligations	25
4.6 Le montage juridique de l'émission d'un emprunt obligataire	25
4.7 Les risques liés à l'emprunt obligataire	25
4.8 Les avantages et les inconvénients liés à l'emprunt obligataire	25
Conclusion du premier chapitre.....	25
Chapitre 02 : Le financement des projets par la technique project finance	30

Introduction du deuxième chapitre.....	30
Section 01 : Généralité sur le project finance.....	31
1. Introduction au project finance	31
1.1. Définition de project finance	31
1.2. Caractéristiques du Project finance.....	32
1.3. Les notions de base	32
1.3.1. Notion de grands projets d'investissement	32
1.3.2. Notion de financement « sans recours » et « à recours limité ».....	32
1.3.3. La notion de partage du risque.....	33
1.3.4. La notion de concession :.....	33
1.4. Le champ d'application.....	34
1.4.1. Les projets d'infrastructures	34
1.4.2. Les projets d'exploitation des ressources naturelles	34
1.4.3. Les projets industriels	35
1.5. Les avantages et les inconvénients du Project finance	35
2. Les participants au project finance.....	37
2.1. La société de projet	38
2.2. Les promoteurs.....	38
2.3. Les prêteurs	38
2.4. Le constructeur.....	38
2.5. L'exploitant.....	39
2.6. Le fournisseur	39
2.7. L'acheteur	39
2.8. Les tiers investisseurs	39
2.9. Les conseillers.....	39
2.9.1. Les conseillers financiers	39
2.9.2. Les conseillers juridiques.....	39
2.9.3. Les conseillers techniques.....	39
2.9.4. Les conseillers en assurances	40
2.10. Les assureurs	40
2.11. Les agences de crédits à l'exportation	40
2.12. Les institutions multilatérales	40
2.13. Le gouvernement du pays d'accueil.....	40

3.	Généralités sur les contrats EPC	41
3.1.	Définition d'un contrat EPC	41
3.2.	Les caractéristiques d'un contrat EPC	41
3.3.	Avantages et inconvénients d'un contrat EPC	42
Section02 : La structure contractuelle et financière du project finance		42
1.	La structure contractuelle du project finance	42
1.1.	Les documents de projet	42
1.1.1.	Le pacte d'actionnaires	42
1.1.2.	Le contrat de concession.....	43
1.1.3.	Le contrat de construction.....	43
1.1.4.	Le contrat d'exploitation et de maintenance	43
1.1.5.	Le contrat d'approvisionnement	43
1.1.6.	Le contrat de vente « Offtake ».....	43
1.1.7.	Le contrat de location du terrain	44
1.1.8.	La convention ANDI.....	44
1.2.	Les documents de financement.....	44
1.2.1.	La convention de financement	44
1.2.2.	L'accord direct	44
1.2.3.	L'accord inter-crédancier	44
1.2.4.	Le protocole de résolution des différends	44
1.2.5.	L'accord relatif aux comptes.....	45
1.3.	Les documents de sûreté	45
2.	Les sources de financement de la société de projet	45
2.1.	Les fonds propres	45
2.2.	Les quasi-fonds propres	46
2.3.	Les dettes	46
2.3.1.	Les prêts bancaires syndiqués	46
2.3.2.	Les prêts des organismes internationaux et multilatéraux	47
3.	Le package de sécurité	47
3.1.	Sûreté accordées par l'emprunteur.....	47
3.2.	Sûreté accordées par les actionnaires.....	47
3.3.	Sûretés accordées par le gouvernement de pays hôte	48
Section 03 : L'analyse des projets en project finance :		48

1.	Le développement des projets.....	48
1.1.	La phase de développement	48
1.2.	La phase de réalisation.....	49
1.3.	La phase d'exploitation.....	49
2.	L'analyse des risques	49
2.1.	Les risques en phase de construction	50
2.1.1.	Le risque technologique	50
2.1.2.	Le risque de surcoûts	50
2.1.3.	Le risque de retard.....	50
2.2.	Les risques en phase d'exploitation	51
2.2.1.	Le risque d'approvisionnement.....	51
2.2.2.	Le risque du volume et du prix	51
2.2.3.	Le risque de performance.....	51
2.3.	Les risques communs aux deux phases.....	51
2.3.1.	Le risque d'indexation	51
2.3.2.	Le risque de contrepartie.....	52
2.3.3.	Le risque du taux d'intérêt	52
2.3.4.	Le risque du taux de change.....	52
2.3.5.	Le risque politique	53
2.3.6.	Le risque de force majeure.....	53
3.	La cascade des cash-flows	54
3.1.	Compte de revenus.....	54
3.2.	Comptes de réserve	55
3.2.1.	Compte de réserve pour le service de la dette.....	55
3.2.2.	Compte de réserve pour la maintenance	55
3.3.	Compte de distribution des dividendes	55
	Conclusion du deuxième chapitre	56
	Chapitre 03 : Analyse comparative entre les différents modes de financement	57
	Introduction au troisième chapitre.....	57
	Section 01 : Présentation des organismes d'accueil.....	58
1.	Présentation de CEVITAL	58
•	La présentation de la raffinerie de sucre	58
2.	Shariket Kahraba Hadjret Ennouss	59

i.	Présentation du projet :	60
ii.	Description du projet.....	60
Section 02 :	L'utilisation de financement dans chaque projet	60
1.	L'utilisation de l'emprunt obligataire de CEVITAL	60
2.	L'utilisation de la technique project finance dans le projet SKH	61
Section 03 :	Les intervenants de chaque projet	61
1.	Les participants au projet de la raffinerie de sucre 3000T/J	61
1.1.	Le promoteur de projet (Cevital)	61
1.2.	Le conseiller financier (strategica).....	61
1.3.	Les banques.....	62
1.4.	La COSOB	62
1.5.	Le dépositaire central des titres (Algérie clearing)	62
1.6.	Les intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB).....	63
1.7.	La société de Gestion de la Bourse des valeurs (SGBV).....	63
1.8.	Les Teneurs de Comptes-Conservateurs de Titres (TCC)	63
2.	Les participants au projet SKH	63
2.1.	La société de projet	63
2.2.	Les sponsors.....	64
2.3.	Le Constructeur et Exploitant du projet « SNC-Lavalin ».....	64
2.4.	Le fournisseur de combustibles	65
2.5.	L'acheteur	65
2.6.	Les prêteurs	65
2.7.	Les assureurs	65
2.8.	Les experts et conseillers	65
Section 04 :	Les procédures suivies pour le montage financier	66
1.	Les procédures d'émission de l'emprunt obligataire	66
1.1.	La décision à l'origine de l'opération	66
1.2.	Avis de conseiller financier.....	66
1.3.	La préparation de la notice d'information.....	66
1.4.	L'obtention de visa de la COSOB.....	68
1.5.	Désignation du chef de file	68
1.6.	Adjudication.....	69
2.	Les procédures suivies pour accéder au project finance	69

2.1.	Le choix des banques	69
2.2.	Term Sheet	69
2.3.	La formation du syndicat bancaire :	71
2.4.	La clôture financière:	71
Section 05 : Le coût de la dette de chaque mode de financement.....		71
1.	Le coût de la dette de l'emprunt obligataire	71
2.	Le coût de la dette de projet SKH.....	71
Section 06 : Le taux d'intérêt de chaque mode de financement.....		72
1.	Le taux d'intérêt de la raffinerie De sucre 3000T/J	72
2.	Le taux d'intérêt de projet SKH.....	74
Section 07 : La déduction fiscale accordée au financement des deux projets.....		75
1.	La déduction fiscale accordée à l'emprunt obligataire	75
2.	La déduction fiscale accordée au projet SKH.....	75
Section 08 : Allocation des risques dans chaque projet		76
1.	Identification des risques liés au projet de la raffinerie	76
1.1.	Risques internes à l'entreprise et risques liés à son environnement	76
1.2.	Risque lié à l'environnement concurrentiel	76
1.3.	Risque de change	76
1.4.	Risque de taux d'intérêt	76
1.5.	Risque d'inflation.....	77
1.6.	Risque d'encaissement par anticipation.....	77
1.7.	Risque de crédit ou le risque de non-paiement	77
2.	Identification et couverture des risques du projet SKH.....	78
2.1.	Risque en phase de construction	78
➤	Risque de surcoûts et de retard de construction	78
➤	Risque de réalisation ou de performance	78
2.2.	Risque en phase d'exploitation et maintenance	78
➤	Risque de dépassement des coûts d'exploitation	78
➤	Risque de volume et du prix	78
2.3.	Risques communs aux deux phases	78
➤	Risque de crédit.....	78
➤	Risque de taux de change.....	79
➤	Risque de force majeure.....	79

Section 09 : les garanties exigées pour le financement des deux projets	79
1. Les garanties exigées à l'emprunt obligataire de CEVITAL	79
2. Les garanties exigées pour le projet SKH	80
Section 10 : le contrôle des emprunteurs dans chaque mode de financement	81
1. Le contrôle des obligataires dans l'emprunt obligataire de CEVITAL	81
Section 11 : Le recours en cas de faillite de chaque projet	82
1. Recours en cas de faillite dans la raffinerie de sucre 3000T/J	82
2. Recours en cas de faillite dans le projet SKH	82
Section 12 : la comparaison entre les différents modes de financement	83
Conclusion du troisième chapitre	88
Conclusion générale	88
Bibliographie	
Annexes	

Annexes

Les avantages accordés à la société SKH par l'ANDI :

Outre les avantages prévus par le droit commun et en application des dispositions des articles 10 (alinéa2) et 12 ter de l'ordonnance 01-03 du 20 août 2001, modifiée et complétée, susvisée, la société bénéficie des avantages suivants :

1- au titre de la réalisation de l'investissement et pour une durée de cinq (05) ans :

- Exonération et/ou franchise des droits, taxes, impositions et autres prélèvements à caractère fiscal frappant les acquisitions opérées tant par voie d'importation que sur le marché local, des biens et services nécessaires à la réalisation de l'investissement;

- Exonération des droits d'enregistrement portant sur les mutations des propriétés immobilières affectées à la production ainsi que la publicité légale dont elles doivent faire l'objet ;

- Exonération des droits d'enregistrement sur les actes constitutifs de sociétés et les augmentations de capital;

- Exonération de la taxe foncière sur les propriétés immobilières affectées à la production

2- au titre de l'exploitation et à compter du constat d'entrée en exploitation établi par les services fiscaux à la diligence de la société :

- Exonération, pour une durée de cinq (03) ans, de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS);

- Exonération, pour une durée de cinq (03) ans, de la taxe sur l'activité professionnelle (TAP);