



Le refinancement de projets ou de sociétés : contrainte ou opportunité ?

Dans le cadre du marché de la dette long terme redevenu très favorable depuis près de deux ans, la liquidité abondante ne trouve pas ou peu d'utilisations pour financer des projets nouveaux. En revanche, elle permet aux acteurs économiques de mettre en œuvre soit par choix, soit par nécessité des opérations de refinancement de projets et/ou de sociétés, afin de reconstituer ou créer des marges de manœuvre financières.



Guillemette Guilbaud



Jean-René Leduc

SUR LES AUTEURS

Guillemette Guilbaud et Jean-René Leduc ont créé en 2009 Sigée Finance, spécialiste de la structuration financière, la modélisation et le financement de projets complexes. Ils ont travaillé depuis cette date sur plus de 150 projets et sujets différents. Cette pratique très active, leur permet d'avoir une connaissance opérationnelle pointue et constamment mise à jour, des enjeux, contraintes et évolutions du financement de projet.

Depuis dix-huit mois, le marché de la dette se caractérise par le retour d'une abondante liquidité et la réapparition de la concurrence entre prêteurs seniors, ce qui s'est traduit par la baisse des marges et l'allongement des durées de dette. Malgré cette conjoncture financière favorable, les projets nouveaux tardent à sortir et les acteurs économiques utilisent la dette senior pour créer ou reconstituer des marges de manœuvre financières propices au maintien ou au développement de leur activité. Le refinancement, destiné à saisir des opportunités, est ainsi devenu un sujet d'actualité à côté des refinancements relevant davantage de la contrainte que du choix. De manière générale, le refinancement consiste à modifier le mode de financement originel d'un projet ou d'un actif. Cette modification peut prendre différentes formes : le refinancement d'une dette senior par des fonds propres, le refinancement d'une dette senior par une dette senior moyennant certains aménage-

DE MANIÈRE GÉNÉRALE, LE REFINANCEMENT CONSISTE À MODIFIER LE MODE DE FINANCEMENT ORIGINEL D'UN PROJET OU D'UN ACTIF

ments de celle-ci, le refinancement de fonds propres par une dette.

Le refinancement nécessaire et impératif : une contrainte à lever

C'est traditionnellement le cas le plus « habituel » de refinancement et probablement le plus utilisé en gestion de projet.

La définition et la mise en place d'un refinancement sont souvent nécessaires dans les cas suivants :

- le business plan d'un projet ne se réalise pas ou pas bien, et les recettes du projet sont inférieures à ce qui était prévu. Ce peut être le

cas pour les projets concessifs, qui sont exposés par définition à un risque sur le volume de la demande et/ou qui sont sensibles aux modalités d'exécution d'un plan d'affaires. Dans cette hypothèse et dans le meilleur des cas, si le porteur de projet peut démontrer que les flux de trafic constatés, bien qu'inférieurs aux prévisions, sont pérennes et permettent de rembourser la dette moyennant la définition d'un nouveau profil d'amor-

tissement, le refinancement consistera à procéder à ce reprofilage de la dette (par allongement de l'amortissement ou son sculptage ligne à ligne en fonction des *cash-flows* et d'un ratio de couverture cible).

Cela dit, le reprofilage peut se révéler parfois insuffisant et dans ce cas, le refinancement sera celui de la dette par des fonds propres ou quasi-fonds propres.

- La dette initiale destinée à financer le projet implique dès l'origine l'existence d'un refinancement. Cette technique de financement se retrouve régulièrement dans le cadre de projets de concessions. Ce fut le cas pour des projets autoroutiers ou les premières générations de projets de réseaux haut débit, pour lesquels les dettes seniors mises en place à l'origine du projet avaient une durée courte et un profil d'amortissement très lent avec une importante valeur résiduelle en fin de vie (technique de la mini perm). La durée de ces dettes était courte par rapport à la durée du projet ou la durée de vie des actifs financés (dette sur sept ou dix ans maximum pour un projet d'une durée de vingt-cinq ans ou plus). Le profil de cette dette initiale avait le mérite de ne pas trop peser sur les business plans

LES POINTS CLÉS

- Les marchés financiers de la dette sont très favorables depuis près de deux ans et les projets nouveaux à financer tardent à sortir.
- Le refinancement est un moyen de profiter ou tirer parti des conditions de dette favorables actuelles.
- Les refinancements, selon les cas, peuvent être impératifs/contraints ou choisis.
- Le refinancement d'un projet ou d'une société a toujours pour vocation de redonner ou amplifier les marges de manœuvre financières de l'acteur économique qui l'utilise.

des projets en phase de montée en puissance au moment où les recettes d'exploitation n'avaient pas encore atteint leur niveau de plein potentiel.

En contrepartie, l'organisation d'un refinancement était impérative au terme de ces mini perm et constituait un vrai risque pour les porteurs de ces projets. Si une nouvelle dette senior n'était pas trouvée ou pas trouvée dans des conditions compatibles avec les équilibres financiers du projet, les investisseurs de la société de projet concernée devaient accepter voire s'engager à refinancer par fonds propres (à titre définitif ou temporaire). Les mini perm qui arrivaient à échéance entre l'été 2011 et l'été 2012 ont connu ce genre de difficultés et il a fallu attendre 2013-2014 et le retour de la liquidité sur les marchés de la dette pour finaliser en dette senior ce type de refinancement.

Le refinancement : une opportunité d'améliorer les marges de manœuvre financières d'un projet

Sur la base d'une analyse précise de l'encours existant et des besoins futurs d'une société, il est possible d'identifier des pistes d'optimisation de la dette existante et de les mettre en œuvre en profitant de la bonne conjoncture financière. L'enjeu est d'identifier dans la dette existante deux sujets : les éléments d'encours dont le profil de remboursement futur pourrait peser (car non cohérents) sur les *cash-flows* futurs, le deuxième élément porte sur les conditions financières de la dette existante et sur la capacité à la renégocier sans générer des frais dont le montant rendrait l'opération de refinancement sans intérêt. Dans ce cadre (qui conduit à sélectionner les prêts sur lesquels le travail de renégociation sera opportun), et grâce aux logiques de sculp-

tage et d'allongement de la dette autant qu'à la modification des conditions de taux et de marge des prêts, il est possible de réaliser des refinancements permettant de dégager des gains financiers.

Ces approches sont particulièrement adaptées pour les acteurs économiques dont l'activité les rend emprunteurs structurels et dont la dette existante n'a pas été « protégée » (ou pas trop) par leurs prêteurs.

Enfin, le refinancement peut être une source d'optimisation des marges de manœuvre financières d'un acteur économique qui a réalisé de nombreux projets dont le financement initial a été constitué exclusivement ou essentiellement par des fonds propres ou quasi-fonds propres. Dans ce cas-là, l'enjeu est de mettre en place un levier de dette plus important, permettant de dégager (rembourser) des fonds propres qui pourront être réinvestis dans le développement futur de l'entreprise (par développement de projets nouveaux et/ou par opérations de croissance externe) et/ou utilisés pour soutenir des projets dont les réalisations commerciales sont soit en phase d'amorçage, soit plus lentes ou moins bonnes que prévues. Les concessions de réseaux (eau et assainissement, chaleur, très haut débit, etc.) constituent un terrain très favorable à ce type de démarche. Cette approche est aujourd'hui appréciée et recherchée par les prêteurs seniors. Elle a le mérite de baisser globalement le coût de financement des projets et d'améliorer le TRI des actionnaires pour autant que ceux-ci aient la possibilité de réinvestir sans délai les fonds ainsi dégagés.

