

# Le financement des contrats de partenariats public-privé :

*Caractéristiques, enjeux et perspectives*

## Forum FidRisk

Montréal, le 23 octobre 2008

**Frédéric MARTY**

CNRS - GREDEG-Université de Nice Sophia-Antipolis


[marty@gredeg.cnrs.fr](mailto:marty@gredeg.cnrs.fr)

<http://hp.gredeg.cnrs.fr/marty/>



*Le PPP est un contrat global de long terme portant sur l'acquisition par une personne publique d'un flux de services rendus par une infrastructure conçue, financée, construite, exploitée et maintenue par une personne privée.*

- ✓ Introduction de la logique du financement de projet au sein de la sphère publique
  - Près de 90 % des PFI britanniques est financée par de la dette levée dans le cadre de financement de projet
  
- ✓ Dette levée par la société projet montée par les membres du consortium sélectionné à l'issue de la mise en concurrence
  - Montage à fort effet de levier (10 /90)
  - Service de la dette « couvert » par les flux de paiements futurs de la personne publique

- 
- I – Les montages financiers utilisés dans le cadre des PPP
  - II – La possibilité d'une concurrence spécifique pour le financement
  - III – Le financement des PPP et la crise financière actuelle

I – Les montages financiers utilisés dans le cadre des PPP

## Les différents type de montages financiers

1. Financements *corporate*
2. Recours au crédit-bail
3. Montages au travers d'une société projet

### 1 – Financements corporate

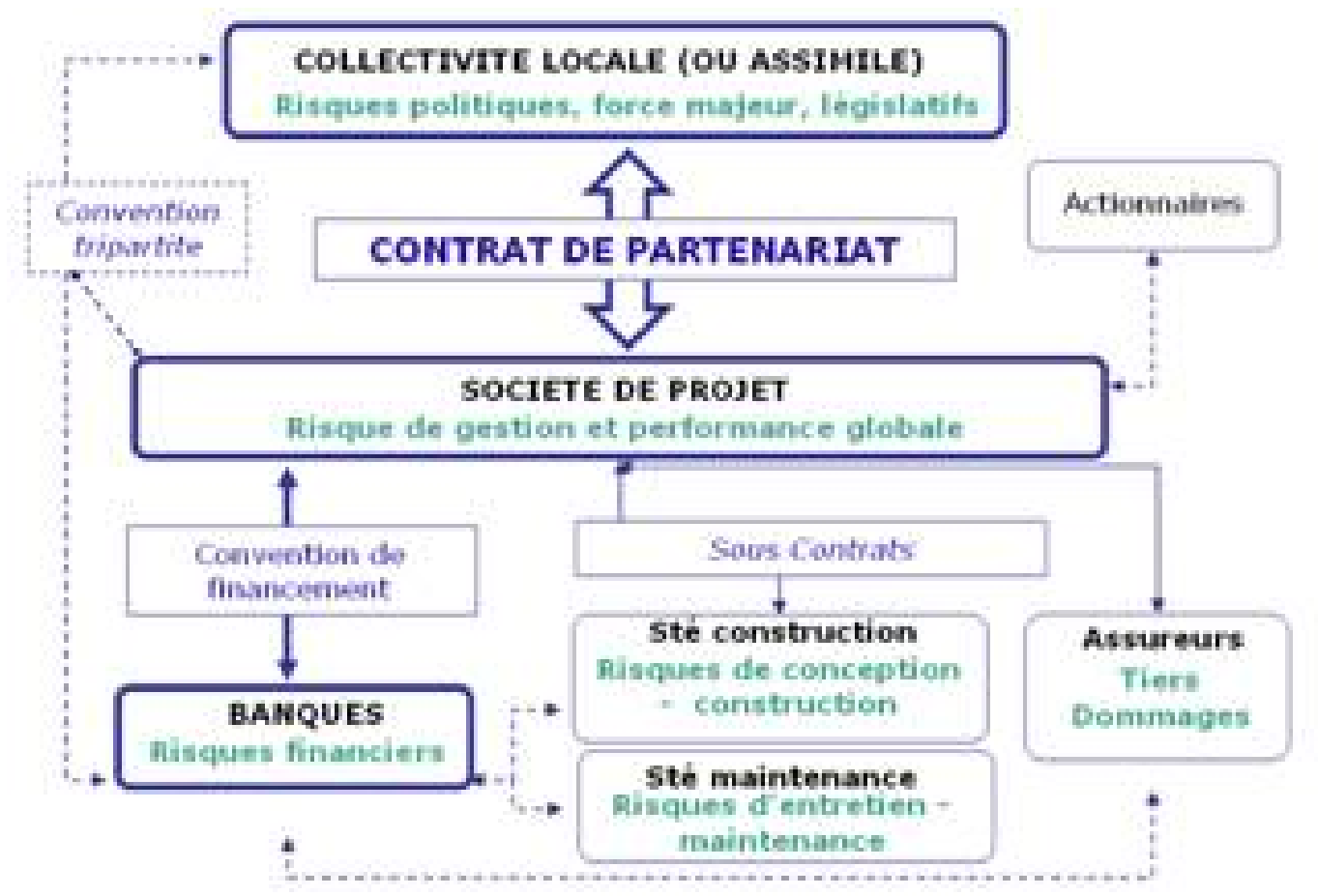
- ✓ Contrat porté par l'entreprise titulaire du marché ou par une filiale *ad hoc* bénéficiant de sa garantie
- ✓ Modèle général des PPP français (lisibilité)
- ✓ Des inconvénients à ne pas sous-estimer
  - Opacité dans le partage des risques au sein de la sphère privée
  - Déresponsabilisation des banques – la qualité de signature de l'entreprise risque de primer sur l'évaluation des flux de trésorerie futurs
  - Difficile substitution du contractant en cas de difficultés (*step-in*)

## 2 – Recours au crédit-bail

- ✓ Adapté aux projets de taille raisonnable, notamment en matière d'immobilier.
- ✓ Extension (dans le cas français) des possibilités de recours pour les personnes publiques avec le Contrat de Partenariat (ordonnance de 2004) et les PPP dérogatoires dans les domaines de la justice, de la sécurité intérieure, de la santé et de la défense (2002-2003).
- ✓ Intérêts :
  - Faible surcoût financier – peu de risques pour le crédit bailleur
  - Garantie du financement des investissements pour la personne publique
- ✓ Réalisations françaises
  - Hôpitaux de Laval et de Sainte Ménéhould
  - Acquisition en crédit-bail (lease américain) de matériel roulant ferroviaire (contrats de location / rétrolocation de matériels déjà financés à des fins de partage des gains liés à un amortissement fiscal).

### 3 – Montages au travers d'une société ad hoc

- ✓ Pour les PPP de grande taille : concilie transparence et flexibilité



### 3 – Montage au travers d'une société projet

- Création par les sponsors (les firmes membres du consortium) d'une SPE (*Special Purpose Entity*) pour laquelle leur responsabilité est limitée aux apports en capitaux propres.
- Les apporteurs de capitaux ne peuvent se baser que sur les flux de ressources générés par l'exploitation pour être remboursés.
- Le montage en financement de projet est moins une source de complexité qu'une garantie de transparence et de qualité du projet:
  - ✓ Responsabilisation des parties prenantes / évaluation de l'équilibre économique du contrat
  - ✓ Facilite la pérennité de la structure (en cas de modification de l'actionnariat ou de défaillance de l'un des sponsors)

## Deux sources de financement externe

- ❑ Les emprunts bancaires
- ❑ Les émissions obligataires

### 1. Les emprunts bancaires

- ✓ Facilité de renégociation
- ✓ Déblocage des fonds au fur et à mesure des besoins
- ✓ Possibilité de recourir à des mécanismes de cessions de créances (en France, l'Etat accepte qu'une partie des flux financiers soient irrévocables (65 % pour les deux premiers lots de prison en PPP, 80 % pour certains hôpitaux), ce qui permet de réduire le coût du financement).

## Deux sources de financement externe

### 2. Les émissions obligataires

- ✓ Un moindre coût financier mais plus difficiles à mettre en œuvre  
→ adaptées pour les grands projets (ex. autoroute A 28)
- ✓ Recours à un arrangeur de crédit (éventuellement *bond underwriter*)
- ✓ Syndication → processus de *due dilligence*
- ✓ Détermination de la prime de risque à partir d'une notation financière et de l'évaluation du modèle économique par les apporteurs de capitaux potentiels.

## Les garanties → réduction du coût financier

- ❑ Les clauses de *step-in* : difficiles à mettre en œuvre sur les projets les plus complexes
- ❑ Les *wrapped bonds* – réhaussement des émissions obligataires
- ❑ Les *performance bonds* - garantie de remboursement même en cas de non satisfaction des obligations contractuelles
- ❑ Les *surety bonds* ou lettres de crédit – couvrant le risque de construction à hauteur de 15 à 80 %
  
- ❑ Autres types de « garanties » réduisant le coût financier
  - ✓ Adossement des contrats et éventuel transfert des pénalités aux sous-traitants (*pass through*)
  - ✓ Garanties publiques

## II – La possibilité d'une concurrence spécifique pour le financement

## Quels rôles pour les apporteurs de capitaux dans l'économie du PPP ?

- ❑ Réduction du surcoût de la dette privée / dette publique
- ❑ Introduction d'un tiers dont les intérêts sont alignés avec ceux de la personne publique

- Les prestations contractuelles seront-elles correctement réalisées?
- La société projet sera-t-elle en mesure d'honorer le service de sa dette ?

Les apporteurs de capitaux sont donc incités à vérifier

1. La crédibilité des engagements de la SPE
2. La raisonnabilité de l'effet de levier
3. Les règles de gouvernance au sein du consortium privé (garanties, adossement contractuel)

## Le rôle des apporteurs de capitaux

- Limitation des asymétries d'information entre la partie publique et la SPE
  - *Ex ante* : anti-sélection
    - La concurrence pour le marché ne suffit pas à elle seule à maximiser la valeur pour le contribuable (*value for money*).
    - Incertitude sur la viabilité du montage proposé
      - Malédiction du vainqueur
      - Opportunisme (prise d'otage)
  - *Ex post* : aléa-moral
    - Inobservabilité des efforts consentis par les prestataires
    - Intérêts divergents / qualité du service
    - Coût et difficulté de mise en œuvre des audits

## Le rôle des apporteurs de capitaux

### □ Une solution : une concurrence séparée pour le financement

- ✓ Les apporteurs de capitaux ont des intérêts convergents avec la personne publique
  - ✓ Examen des ratios de couverture financière
  - ✓ Refus des montages financiers trop agressifs
  - ✓ La prime de risque exigée révèle l'équilibre économique du contrat
    - Faible : le prestataire ne supporte aucun risque
    - Forte : trop de risques ont été transférés
  - ✓ Contrôle de la performance opérationnelle (éviter les pénalités contractuelles)

## **La concurrence pour le financement**

- Une possibilité envisagée en France
  - ✓ Proposition dans le Rapport Public annuel de février 2008 de la Cour des Comptes
    - après deux opérations de financement innovant dans le domaine de l'immobilier public (pôle de renseignement du ministère de l'Intérieur et archives du ministère des affaires étrangères)... répondant plus à la volonté de contourner les limites budgétaires qu'à maximiser la valeur pour le contribuable.
  - ✓ Une solution envisagée dans le projet de contournement ferroviaire à grande vitesse de la ligne Nîmes-Montpellier (septembre 2008)

## La concurrence pour le financement

### ▣ Deux réalisations britanniques

- ✓ La PFI relative à la rénovation du siège du Trésor (2000)
- ✓ La PFI relative aux avions ravitailleurs en vol de la RAF (2007)

### ▣ L'immeuble du Trésor

- ✓ *Preferred bidder* désigné depuis 1996 – blocage du contrat du fait des élections de 1997
- ✓ En 2000, le Trésor voulait s'assurer de l'équilibre du contrat sans pour autant reprendre le processus de concurrence à zéro
- ✓ Organisation par le *preferred bidder* d'une concurrence séparée pour le financement → économie de 7 %

## La concurrence pour le financement

- La concurrence pour le financement doit être organisée quand les termes du contrat sont fixés (risques bien identifiés).
  
- Quels intérêts pour les financeurs ?
  - ✓ Les PFI sont des placements rémunérateurs au vu de leur profil de risque
  - ✓ Fluidité permise par le développement d'un marché secondaire
  - ✓ Contrats de long terme dont les flux financiers présentent une faible volatilité
  
- *Quelles économies potentielles pour la personne publique ?*
  - ✓ La concurrence ne porte que sur la dette senior, une faible composante du coût total des PFI
  - ✓ Elle induit de nouveaux coûts de transaction

## Quand engager une concurrence pour le financement ?

- Préconisations du Trésor britannique (2006)
  - ✓ Option quand l'investissement privé (*capital value*) > 50M£
  - ✓ Obligation quand > 500 M£

### Les effets pervers potentiels

1. Augmenter le nombre de soumissionnaires duplique les coûts de *due dilligence*
2. La concurrence entre financeurs peut conduire à des montages financiers trop agressifs
3. Si la SPE doit partager sa rente avec des financeurs extérieurs, elle peut sélectionner un niveau d'effort sous-optimal
4. Nouvelle relation d'agence – faible contrôle si actionnariat trop dispersé

### III – Le financement des PPP et la crise financière actuelle

## **Quelques éléments sur le financement des PPP dans le contexte de la crise financière**

- ❑ Le développement des PPP depuis la fin des années quatre-vingt-dix était favorisé par la forte liquidité des marchés
- ❑ Les montages à fort effet de levier sont de plus en plus difficiles à mettre en place
- ❑ Certains contrats parvenaient à limiter le surcoût financier par rapport à la dette publique en recourant à la titrisation et à des réhausseurs de crédit
- ❑ Certains fonds d'investissement peuvent être affectés par la crise financière

## Quelques éléments sur le financement des PPP dans le contexte de la crise financière

- ❑ En France, jusqu'en janvier 2008, une *fuite vers la qualité* rendait le bouclage du financement des contrats de PPP relativement aisé → la crise de liquidité est maintenant réelle
- ❑ Les banques, pour respecter les critères de Bâle II et du fait de l'impact des IFRS (application de la juste valeur aux instruments financiers), ne peuvent que difficilement s'engager dans de nouveaux projets

## **Quelques éléments sur le financement des PPP dans le contexte de la crise financière**

- Non seulement l'Euribor 10 ans s'est significativement élevé depuis 2007 mais la prime de risque exigée s'est considérablement accrue
  - ✓ Prime sur la dette senior : 150 à 200 points de base (environ 60 pb en 2006-2007)
  - ✓ Prime sur la dette garantie (cession de créance de type Dailly) : 50 à 100 pb (environ 15 pb en 2006-2007)