

Infrastructureeconomics

Frédéric Blanc-Brude, PhD
Research fellow, King's College London

L'impact de la crise financière sur les PPPs

IAE, Chaire d'Economie des PPPs
26 Mai 2010

+ Plan

- Les PPPs et le secteur du financement de projets
- Nature de la crise
- Impact économique: Coût du crédit et gains d'efficacité des PPPs
- Le risque de « cycle du crédit »
- Solutions?





Les PPPs et le financement de projets

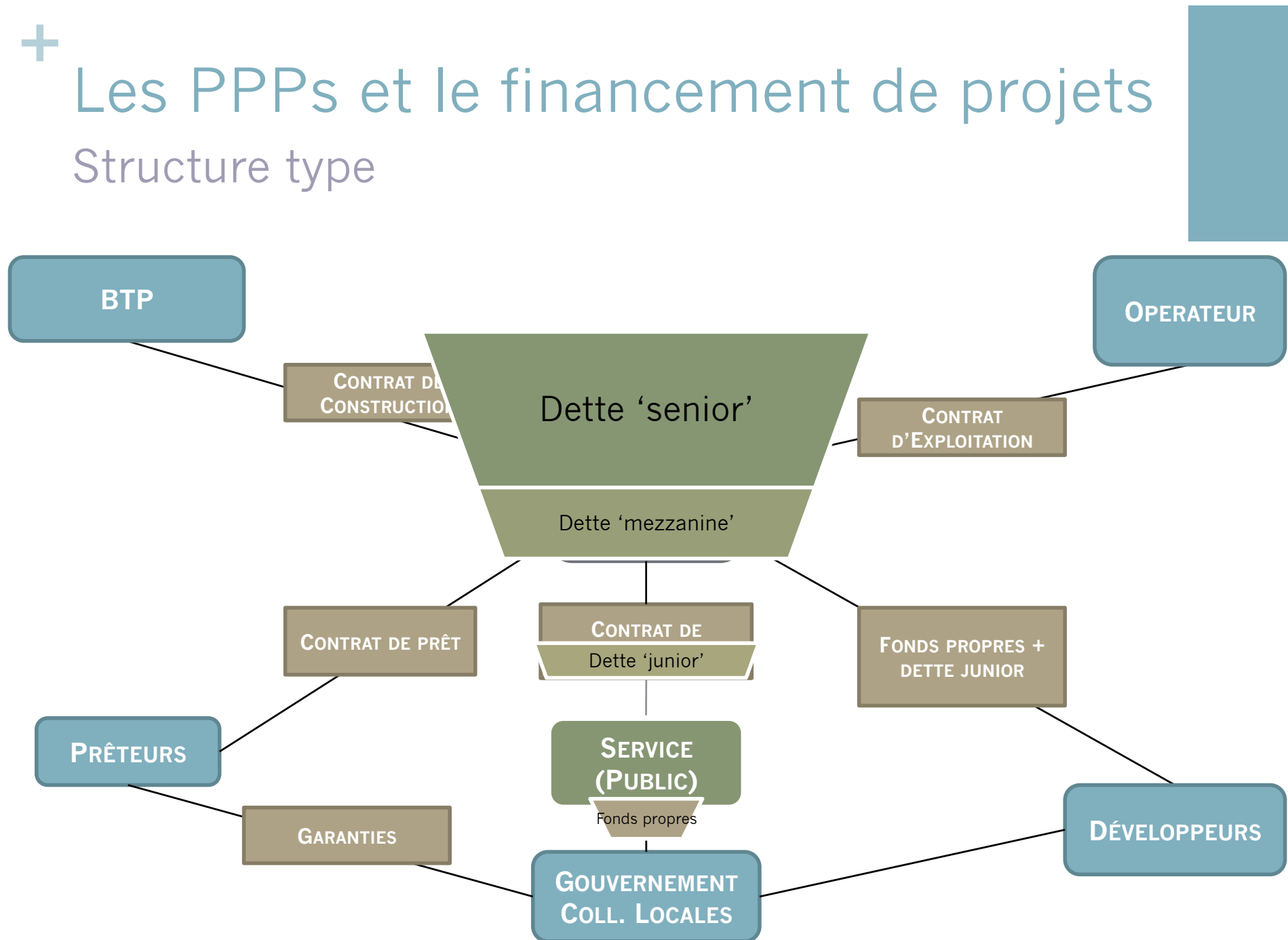
Définitions

- “Levée de fonds ayant pour objectif le financement d’un projet d’investissement unique et dont les revenus sont la seule source de remboursement et de rendement de ces capitaux.”
 - Structure financière incluant de 70 à 100% de dette et très peu de fonds propres
 - Création d’une société projet dédiée et dont les obligations sont indépendantes du bilan des développeurs (BTP)
 - Un « réseau de contrats » complexe
- Les contrats de partenariat sont le plus souvent un type spécifique de financement de projet.
 - 3 profils de risque de revenu (péage réel, péage fantôme, loyer)
 - Coût du capital doit être plus que compensé par les gains d’efficacité obtenus dans les PPPs



+ Les PPPs et le financement de projets

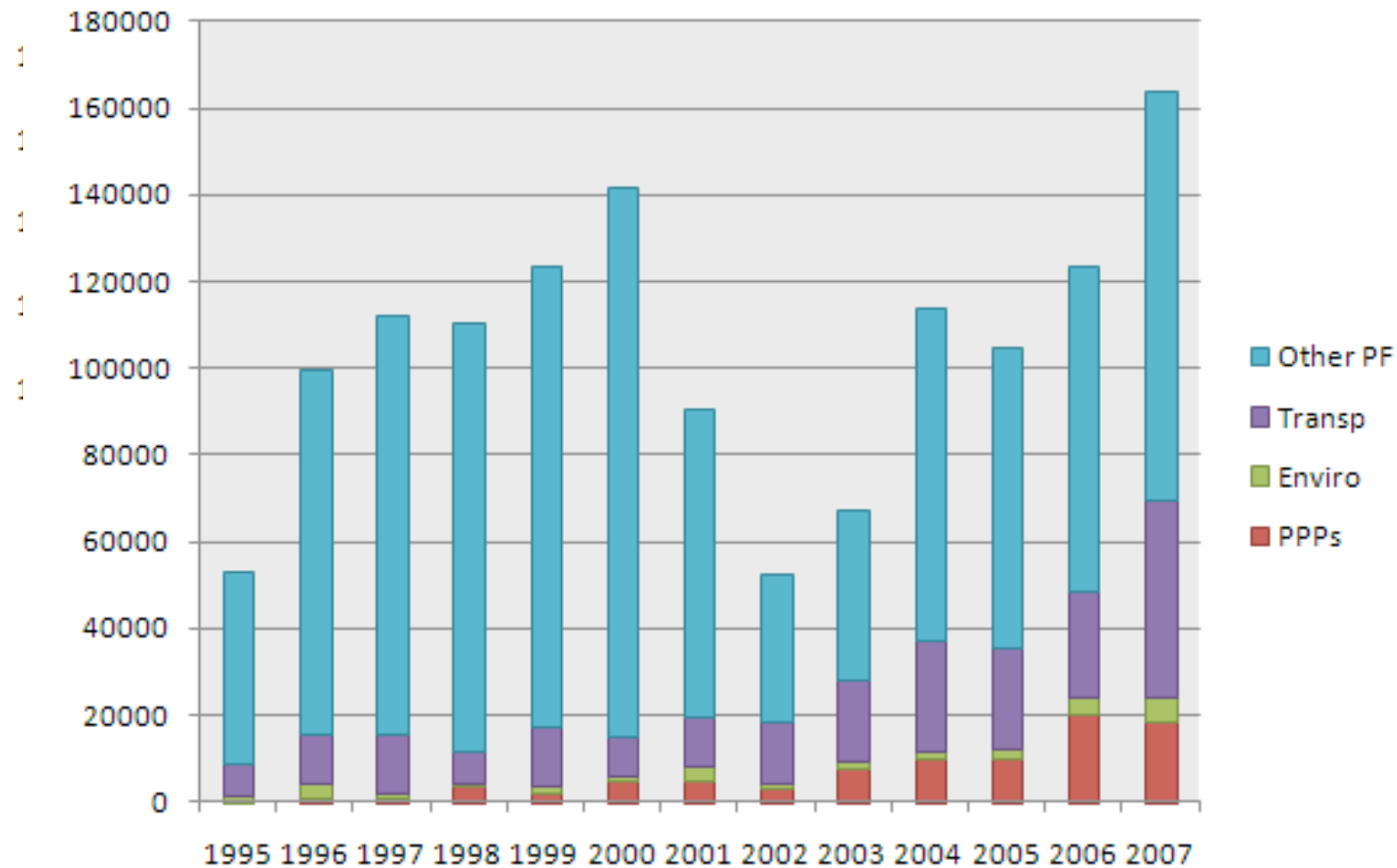
Structure type





Les PPPs et le financement de projets

Activité 1995-2007 (USDm)





Les PPPs et le financement de projets

Le rôle du financement bancaire et du marché des capitaux

- L'essentiel de la dette projet (PPP) est une dette bancaire
 - Les banques jouent plus qu'un simple rôle de prêteur
 - Leur valeur ajoutée consiste à rendre un projet viable à long terme en s'assurant de la très haute probabilité de remboursement de la dette
 - Si la firme est « l'agent » du « principal » public, dans un PPP les banques jouent un rôle de « moniteur »

- Mais à mesure que les marchés financiers développent une capacité de financement quasi illimitée, la concurrence pour le financement des PPPs s'intensifie considérablement jusqu'en 2007
 - Concurrence du marché des capitaux: les assurances « monolignes » transforment une dette projet de type BBB+ (L+500 bps) en dette AAA
 - Les banques elles-mêmes sont toujours plus nombreuses à entrer sur le marché du financement de projet (+700 banques au niveau « arranger » dans le secteur du financement de projets en 2008)
 - Les conditions du financement des PPPs en sont affectées et deviennent de plus en plus 'faciles'





Les PPPs et le financement de projets

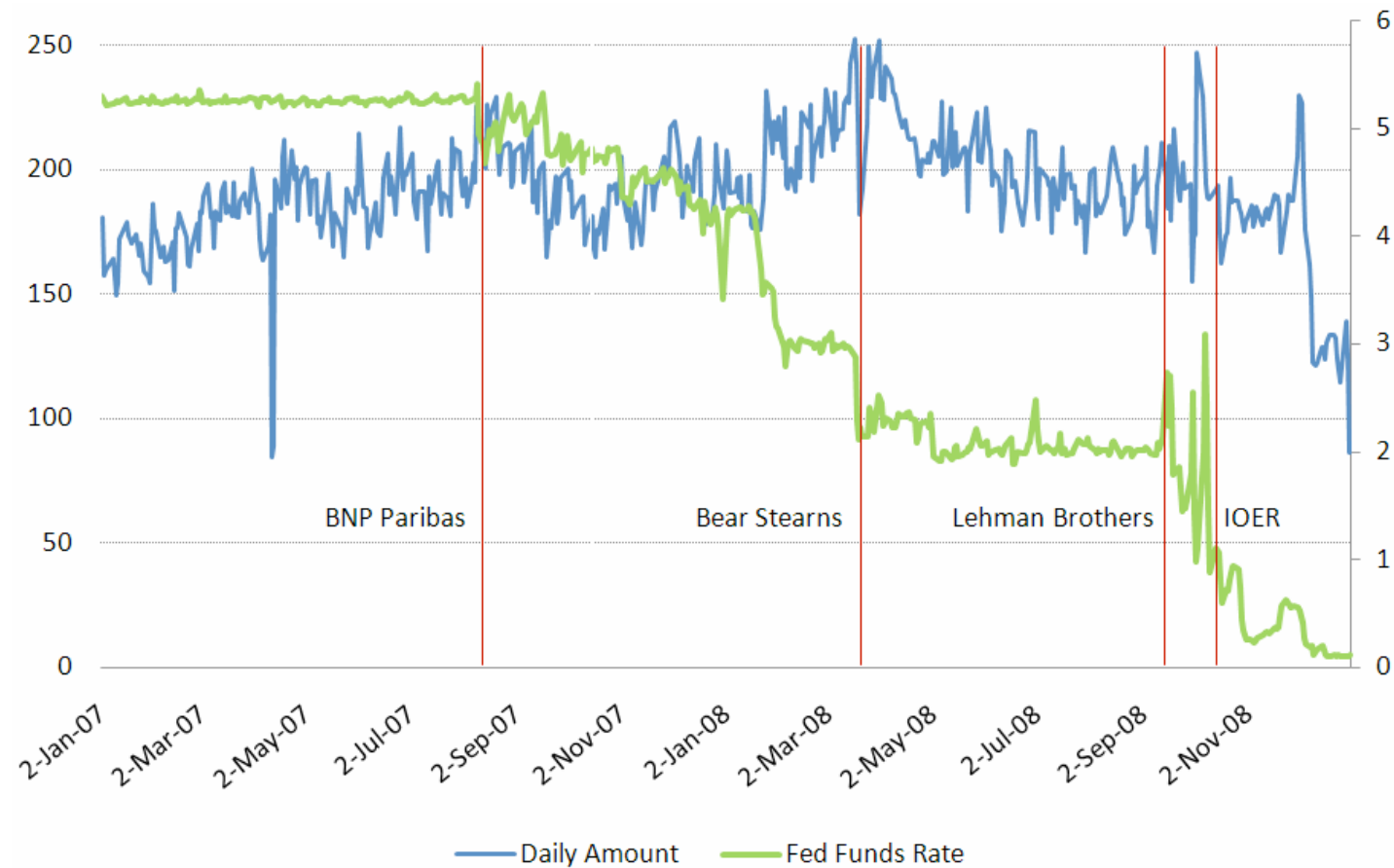
Conditions de financement avant 2008

- Syndication aisée de la dette
- Concurrence du marché des titres
 - Baisse du prix de la dette projet
 - La dette à long terme des contrats PPPs est devenu un actif à court terme pour les prêteurs, qu'ils titrisent et revendent pour satisfaire la demande de dette (CDOs, CLOs, etc) et aussi accroître leur rentabilité (commissions)



+ La crise

Une crise de la liquidité



Source: Afonso, Kovner & Schoar, New York Fed, 2010

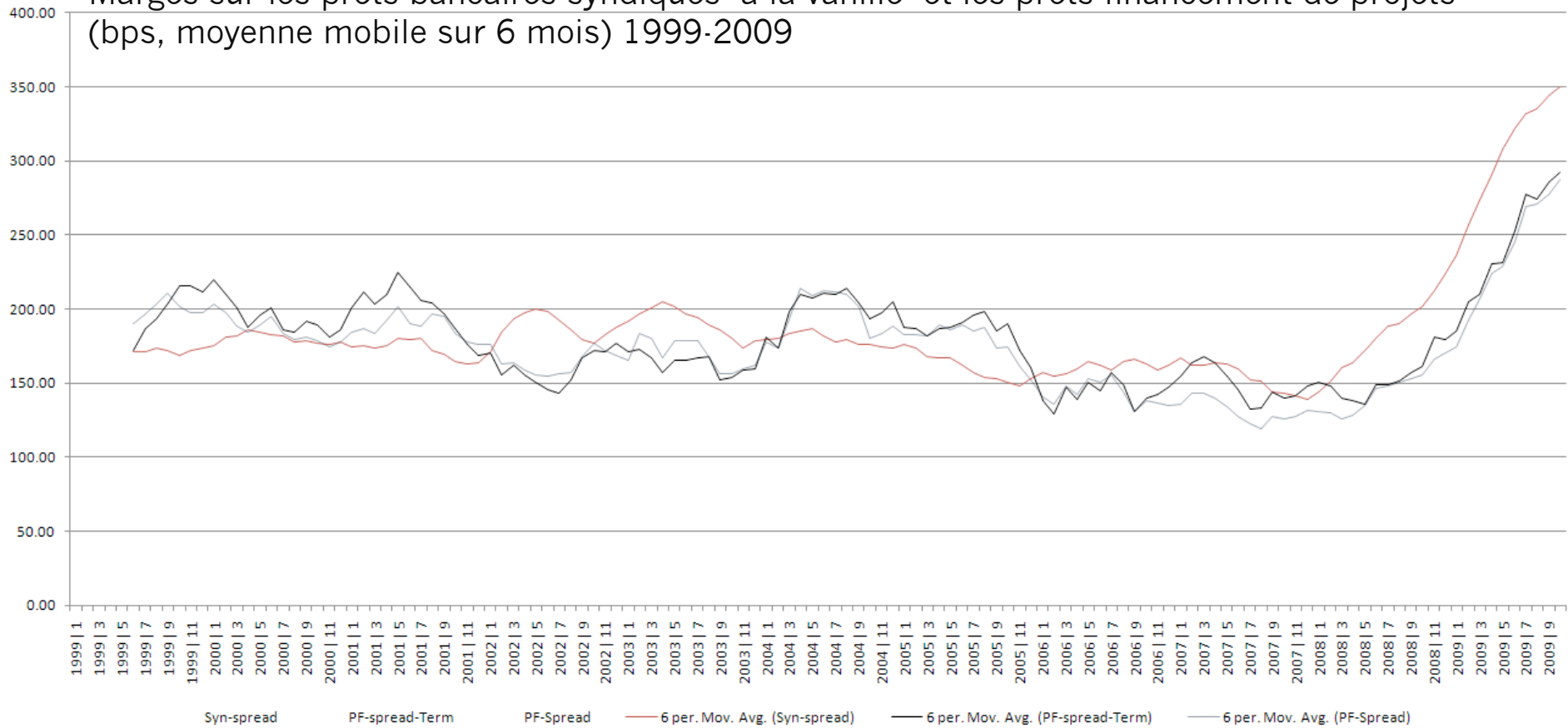


La crise

Une crise de la liquidité



Marges sur les prêts bancaires syndiqués 'à la vanille' et les prêts financement de projets (bps, moyenne mobile sur 6 mois) 1999-2009



Source: The Project Finance Benchmarking Report 1995-2009, Infrastructure Economics © 2010, ISBN: 978-0-9565085-0-8 – infrastructureeconomics.org

+ La crise

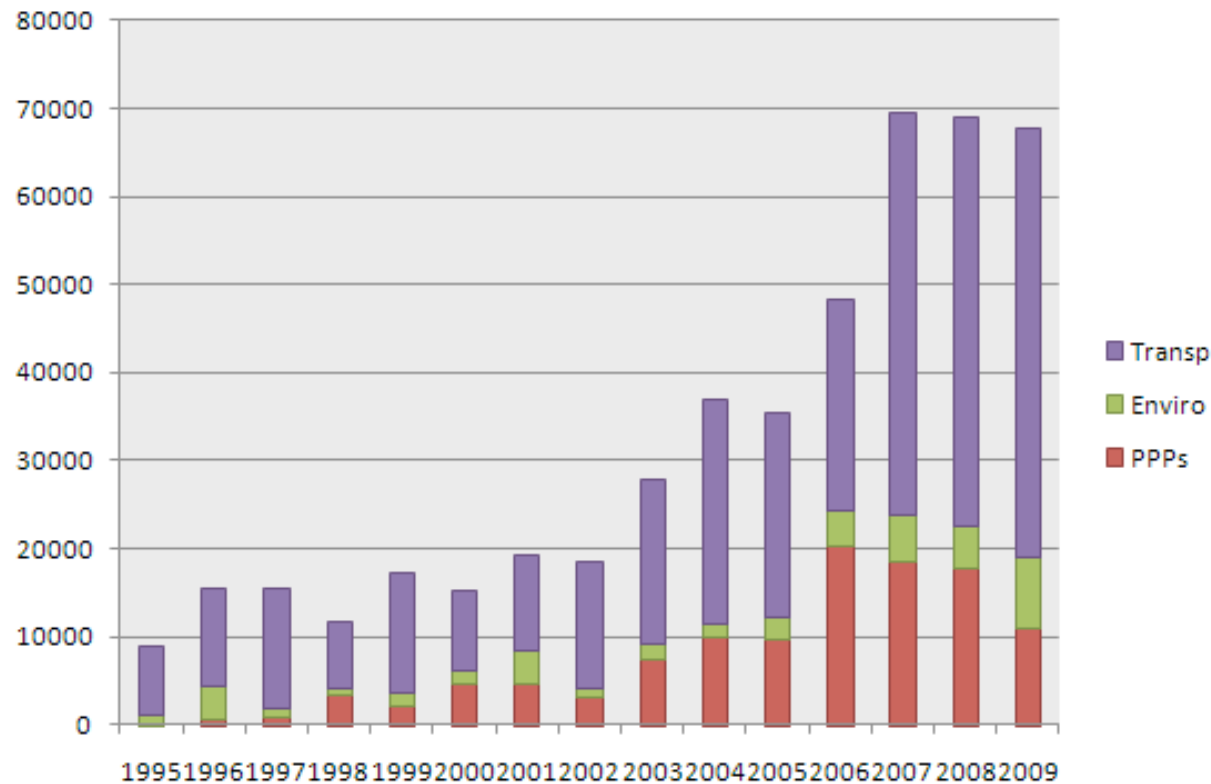
L'impact matériel sur la viabilité des projets PPPs devrait pourtant être minimal

- Des projets solides
 - Logique économique testée sur 25 ans ou plus
 - Le client est le plus souvent le secteur public (faible risque de défaut de paiement) qui s'est engagé à fournir certains services publics non seulement contractuellement avec une entreprise, mais aussi avec les usagers
 - Les contrats de type DSP pourraient souffrir d'une récession contraignant la demande et les tarifs, mais pas les contrats de type 'partenariat' ou PFI.
- *“By their very nature, infrastructure assets are long-term commitments whose intrinsic value should not be materially affected by short-term market movements. Cash flows and value are well-tested and, while assumptions about growth and expected return rates may influence value, this tends to be within limited boundaries.” (Fitch Ratings 2009)*
- La dette financement de projets est normalement très sûre:
 - Protégée par les fonds propres et la dette subordonnée
 - Conditions contractuelles (ratios de couverture)
 - Faible taux de défaut historique et très haut taux de recouvrement (S&P)

+ La crise

Activité 2007-2010

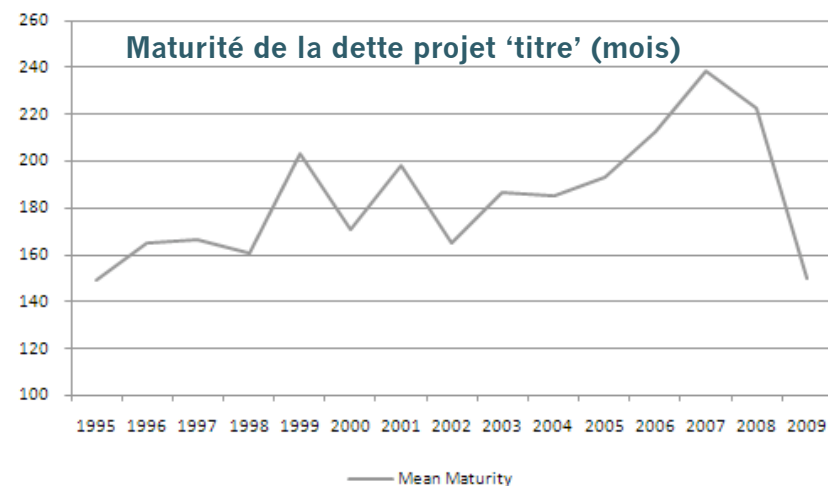
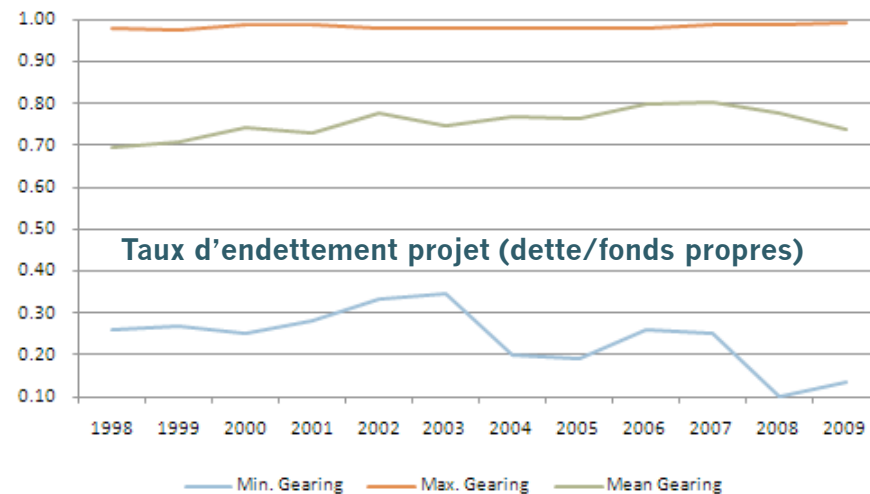
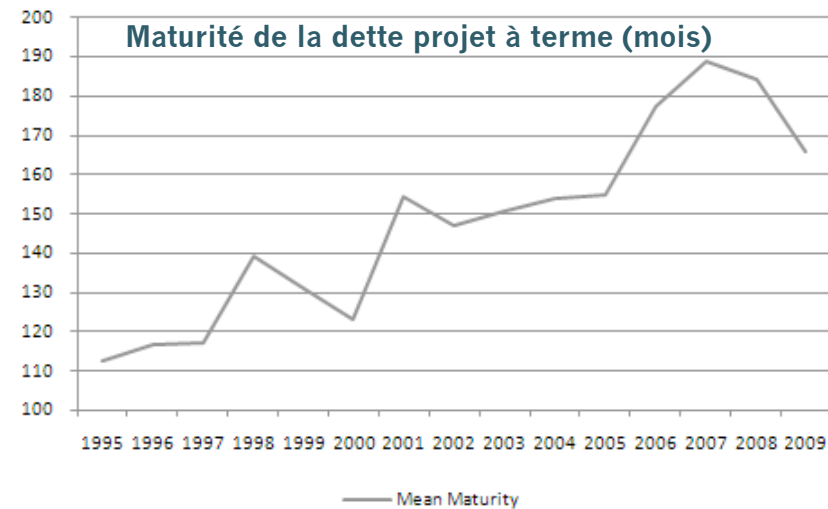
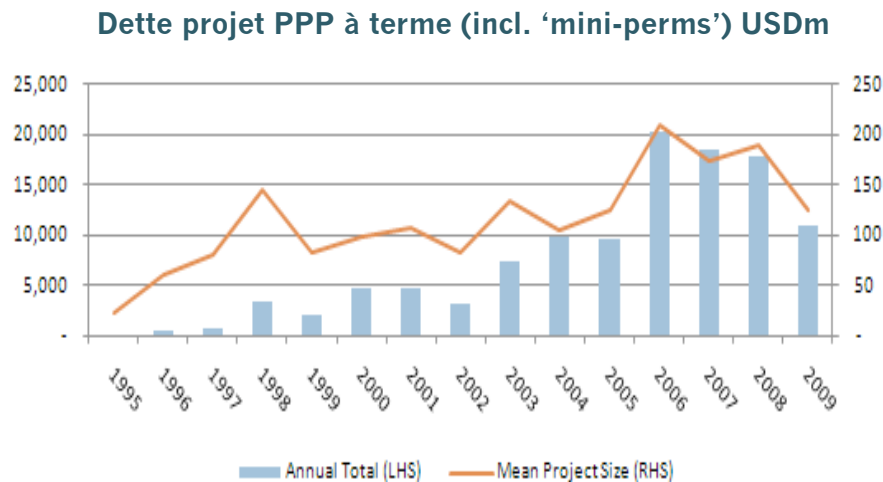
- La crise de 2007-8 entraîne la réduction du nombre de projets financés et du volume d'investissement



Source: The Project Finance Benchmarking Report 1995-2009, Infrastructure Economics © 2010, ISBN: 978-0-9565085-0-8 – infrastructureeconomics.org

+ La crise

Impact sur les conditions de financement

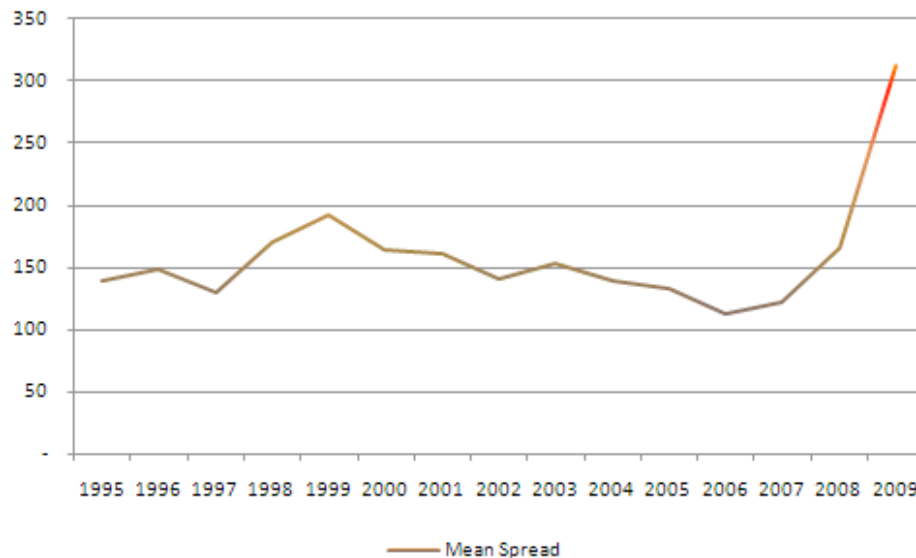


+ La crise

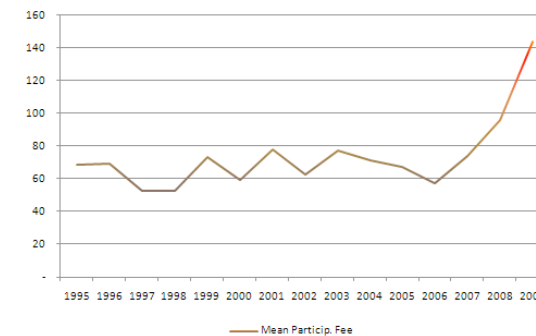
Impact sur les conditions de financement



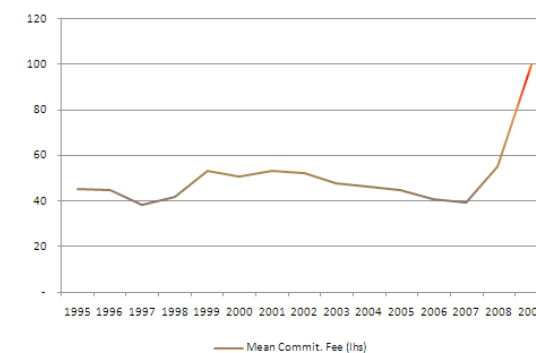
Marge d'intérêt moyenne (pondérée) sur la dette projet à terme (points de base sur Libor) 1995-2009



Commission de participation (points de base) 1995-2009



Commission d'engagement (points de base) 1995-2009



Source: The Project Finance Benchmarking Report 1995-2009, Infrastructure Economics © 2010, ISBN: 978-0-9565085-0-8 – infrastructureeconomics.org

+ La crise

Impact sur les conditions de financement

- Une fois la crise de liquidité installée, les conditions de financement de la dette PPP sont devenues durablement difficiles
 - Maturité: 5-7 ans
 - Marge d'intérêt: 300 bps (augmentant après les années 4 et 5)
 - Upfront fee: 250 bps
 - "full cash sweep" après l'année 4
 - Dette nette/ebitda inférieures: 5x
 - DSCR: 1.3x
 - Notation crédit de la dette: BBB+
- Les taux d'intérêts sur la dette projet sont toujours dans la zone des 5-6% mais avec des marges plus élevées et des taux de base beaucoup plus bas (GBP Libor en mai 2010: 0.55%)
- Absence de syndication ou de titrisation de la dette: 'take-and-hold'
 - USD100m max pour les grandes banques
 - USD50m max pour les plus petites
 - Arranger un 'club' bancaire pour financer USD500m est devenu difficile
 - Un paquet de USD1Mds de dette était commun avant la crise et est maintenant devenu très rare.



Impact économique sur les contrats PPPs

Coût de la dette vs. gains d'efficacité

- Depuis 2008, la dette à long terme est de nouveau quelque chose de rare et de coûteux
- L'augmentation du coût de la dette dans la structure financière des PPPs pourrait avoir un impact matériel sur le bénéfice financier net que sont censé générer ces contrats pour le contribuable
 - Le cas du financement des fonds propres avec un prêt relais avait jusqu'ici joué un rôle déterminant dans le calcul dit de « value for money » (étude préalable) dans les PPPs britanniques
- De nouveaux risques financiers
 - Deuxième levée de fonds après 5 ou 7 ans pour remplacer les « mini-perms »
 - Remontée des taux directeurs et viabilité financière des projets
 - Refinancement de la dette à terme dans l'hypothèse d'un retour des marges bancaires à la normale
 - Le Trésor britannique a déjà déclaré que 70% des gains de refinancement sur les prêts signés depuis le début de la crise reviendraient au secteur public





Impact économique sur les contrats PPPs

Impact sur la concurrence bancaire

- Le nombre de banques encore capables de faire du financement de projets a beaucoup diminué
- Bien que le risque de crédit des PPPs soient inchangé (sauf pour les projets à péage réel) non seulement les marges mais aussi les commissions bancaires ont doublé voire triplé
- Aujourd'hui, le financement de projet et la dette PPP en particulier sont l'opportunité pour les banques de générer des revenus stables et de reconstituer leurs bilans avec des actifs (dette projet) de très bonne qualité
 - Écrémage du marché (efficience allocative)
 - Rente bancaire (efficience productive)

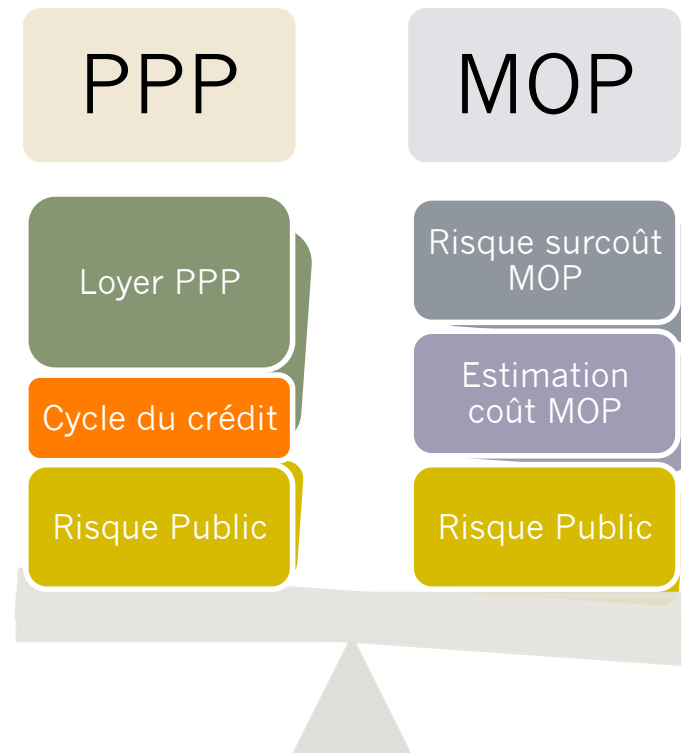




Le risque de 'cycle du crédit'

Un risque public dans les PPPs

- La crise financière a mis en avant l'existence d'un risque de « cycle du crédit » qui retombe nécessairement sur le secteur public et menace les bénéfices des PPPs



+ Solutions

Rôle public dans le financement des PPPs

- Les conditions du financement PPP ont changé aussi pour le secteur public qui s'était habitué à une dette peu chère
 - Aujourd'hui le soutien public de la dette privée des PPPs implique un nouveau partage des risques
 - Mise en place d'institutions dédiées comme une banque infrastructure (publique) au Royaume Uni pour soutenir les levés de fonds et une unité ministérielle spéciale (TIFU)
 - En Espagne, France, Australie, les gouvernements se préparent à prendre plus de risque crédit
- « DBO »
 - Utilisation d'un contrat mêlant les tâches de conception, construction et exploitation mais excluant l'usage de capitaux privés
 - Ex. nouveau programme de prisons au Royaume Uni
 - La discipline du financement de projets est perdue
- Mais à terme la dette publique doit être réduite...



+ Solutions

Nouvelles structures

- Isoler la dette senior avec plus de dette subordonnée
 - Atteindre une notation 'A' pour 80% de la dette et faire appel au marché des capitaux sans assurance
 - Qui prendrait la dette subordonnée?
- Exclure les banques mais garder la discipline du financement de projets
 - Un fond 'France Infrastructure' rachèterait toute la dette PPP aux banques et ferait appel aux investisseurs institutionnels pour financer un portefeuille de dette PPP de très haute qualité (A – AAA)
 - Seuls le marché des titres est vraiment à même de prêter sur 25 ans (les banques doivent rester exposées à 15 ans max)

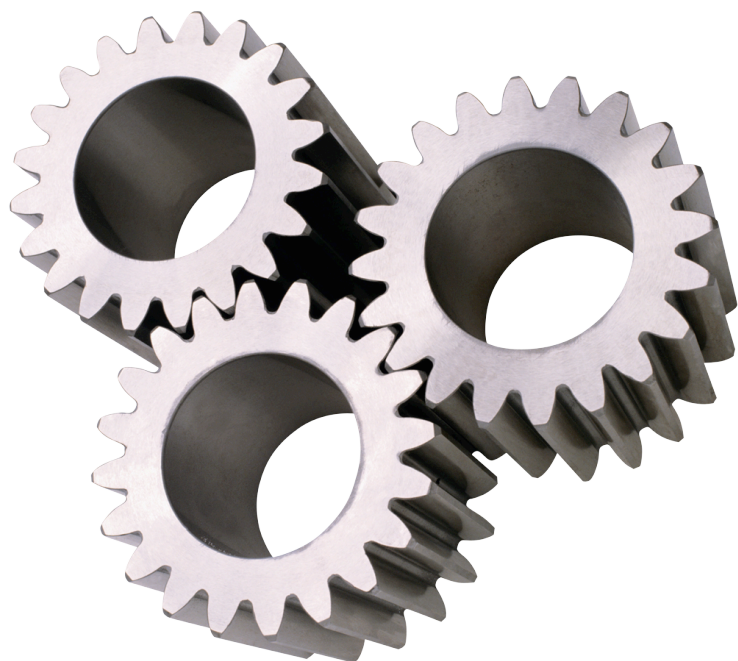


+ Conclusions

Un mode de financement qui doit continuer à évoluer

- Les PPPs ont connu leur essor dans un environnement où la dette était peu chère et tendait à être de moins en moins chère
- Cette période du cycle du crédit est révolue, forçant les gouvernements à apporter leur soutien à la structure financière des PPPs
 - Assurer cette dette représente un faible coût supplémentaire pour le secteur public puisque la dette projet est très sûre: en assurant la dette PPP, l'Etat assure son propre risque de défaut
- Le secteur bancaire est devenu le principal goulot d'étranglement du financement des PPPs et de nouveaux montages sont nécessaires, utilisant la fonction 'gouvernance' du financement de projets, mais sans être exposé à un risque de cycle du crédit créé par les banques elles-mêmes.






+ Contact

Cette présentation a été préparée par Frédéric Blanc-Brude, *Research Fellow* à King's College London et Directeur de [infrastructureconomics](http://infrastructureconomics.org)
frederic@infrastructureconomics.org

Tel: +44 208 123 0252

Fax: +44 207 112 1774

<http://infrastructureconomics.org>

- 
- Les PPPs et le secteur du financement de projets
 - Qu'est-ce que le financement de projets
 - Le sous-secteur des PPPs (3 profils de risque de revenu, coût du capital vs. gains d'efficience)
 - Activité globale et PPP, 1995-2007
 - Le rôle du financement bancaire (moniteur)
 - Conditions de financement
 - Le rôle du marché des titres

 - La crise
 - Activité 2007-2010
 - Impact sur les taux et commissions
 - Autres conditions de financement (terme, volume, ratios)
 - Profil risque des ppps est pourtant inchangé du point de vue de la dette senior
 - L'impact de la crise est avant tout de réduire l'accès au crédit
 - Dette bancaire ne peut plus être vendue
 - Pas de marché des titres (sans mono, 500bps for BBB)
 - Retour au 'vrai' PF

 - Le coût du crédit et les gains d'efficience des PPPs
 - Vfm and cost of debt (equity bridge)
 - Refinancing worries (miniperms, windfall profits, higher base rates)
 - Financing competition (commissions, skimming) – intérêt des banques à faire du PF

 - Risque de cycle de crédit (mkt disruption risk)
 - Impact on vfm calc

 - Solutions
 - DBO?
 - Action publique pour soutenir la dette projet (cas français -> NAO)
 - Mais à terme la dette publique doit cesser d'augmenter
 - Montage sans banque mais avec discipline du financement de projet
 - Émission de titres sur base d'un secteur: investisseurs institutionnels mais avec une qualité de crédit supérieure
 - Structuration projet isolant la dette senior avec dette mezzanine (PE funds) + émission titres (A)