



IAE - PANTHEON-SORBONNE

DISCUSSION PAPER SERIES

EPPP DP No. 2013-03

***L'évolution des conditions de
financement des contrats de PPP : quels
impacts de la crise financière ?***

Frédéric Marty

Novembre 2013

*Chaire Economie des Partenariats Public-Privé
Institut d'Administration des Entreprises*

L'évolution des conditions de financement des contrats de PPP : quels impacts de la crise financière ?¹

Frédéric MARTY

CNRS – Groupe de Recherche en Droit, Economie et Gestion

UMR 7321 – Université de Nice Sophia-Antipolis

OFCE – Sciences Po. Paris

GREDEG Working Paper No. 2013-43

Novembre 2013

¹ Ce document de travail est une première version d'un chapitre sur le financement des contrats de partenariats public-privé intégré dans un ouvrage collectif sur l'économie des PPP à paraître courant 2014 et dirigé par Aude Le Lannier et Anne Yvrande-Billon. L'auteur remercie chaleureusement Aude Le Lannier, Anne Yvrande-Billon, Phuong Tra Tran, Jean Bensaïd et Arnaud Voisin pour leurs fructueux échanges sur ce thème. Toute erreur, omission ou imprécision demeure cependant de son fait.

Le recours aux contrats de partenariat public-privé (PPP) peut induire un certain nombre d'avantages pour les partenaires publics, lesquels tiennent notamment à une couverture contre les risques de dérives de délais et de coûts. Ces derniers peuvent être particulièrement importants dans les projets publics et leurs conséquences sont d'autant plus dommageables que la personne publique considérée fait face à de fortes contraintes budgétaires. Le surcoût financier des PPP, consubstantiel au portage privé de la dette, peut être compensé par la couverture contre les risques constituée par ces contrats dès lors qu'ils reposent sur des mécanismes de prix forfaitaire et une répartition optimale des responsabilités entre les deux contractants. Cependant, le coût de cette couverture est d'autant plus acceptable que le financement de la dette liée aux PPP est aisé et peu onéreux. La crise de 2008 a considérablement altéré le modèle de financement des PPP en mettant en cause l'accès aux prêts bancaires dans des conditions adéquates en termes de coût et de maturité. Face au renchérissement de la dette qui revêt un caractère structurel avec les règles de Bâle III, la structuration financière des contrats de PPP doit mobiliser une plus forte part de fonds propres et des financements obligataires longs provenant d'investisseurs « patients » comme les fonds d'investissement des sociétés d'assurances ou encore des fonds de pension. Face au coût des capitaux propres apportés par les opérateurs privés l'une des alternatives est d'apporter des ressources financières publiques sous forme de prises de participations en fonds propres, de dette ou encore de garanties. Des financeurs parapublics, notamment européens sont appelés à jouer un rôle primordial dans le bouclage des projets. Il s'agit donc de s'interroger sur les impacts de cette évolution d'une logique de financement privé à une logique de cofinancement public-privé. Il convient, de la même façon, de s'interroger sur les conditions de soutien des financeurs de long terme dès le bouclage financier des opérations à l'aune du profil de risque de la classe d'actifs que constituent les PPP et des règles prudentielles auxquelles feront face certains de ces investisseurs de long terme (Solvency II).

Mots-clés : partenariats public-privé, financement de projet, crise financière, normes prudentielles, infrastructures publiques

Codes JEL : H57, H81, L33

L'opportunité du recours aux PPP pour les entités publiques peut non seulement tenir à des avantages de nature économique (intégration des phases de construction / exploitation, capacités d'innovations du privé, nature incitative du contrat,...) mais aussi financiers. Ces derniers peuvent apparaître comme pour le moins paradoxaux dès lors qu'en théorie, un portage de la dette par le secteur privé se traduit par un surcoût en comparaison d'un financement public, réalisé en principe au taux sans risque. Malgré le différentiel de taux entre dette publique et dette privée (Arrow et Lind, 1970 ; Rochet et Martimort, 1999), le bilan financier des PPP pour financer des projets d'investissement public peut demeurer positif. Leur handicap initial peut être compensé par certains bénéfices tenant principalement à la prévisibilité des engagements pour la personne publique et au caractère incitatif de la structure contractuelle.

Théoriquement, le PPP protège le contractant public contre les dérives de coûts ou de délais dans la phase de construction ainsi que contre les dérives des coûts dans la phase d'exploitation. Ces dérives constituent autant de coûts cachés des schémas d'acquisition publique traditionnels² (Domberger et Jensen, 1997). Dans un PPP, le contractant privé prend ces risques à sa charge dans la mesure où les flux de paiements auxquels il est lié au contrat sont indépendants de ses coûts mais conditionnés à la disponibilité du service et à la réalisation des objectifs de qualité et de performance assignés par le contrat. Le PPP permet au contractant public, du moins sur le principe, de bénéficier d'un contrat à prix forfaitaire (Laffont et Tirole, 1993). À ce titre, le surcoût vis-à-vis d'un financement public direct peut être considéré comme compensé par cette couverture. Il peut donc, à cet égard, être analysé comme une prime d'assurance³ (Blanc-Brude et al., 2009). Cependant, ce surcoût et donc le niveau de la prime dépendent étroitement des conditions d'accès au marché des fonds prêtables. Une élévation des primes de risques exigées par les investisseurs ou un coût plus élevé des ressources (lié à un phénomène de *credit crunch* ou à un resserrement des règles prudentielles applicables aux banques ou aux assureurs) peut conduire cette prime d'assurance à des niveaux trop élevés pour qu'une telle couverture continue à faire sens économiquement. En d'autres termes, si le différentiel de coût entre financement privé et financement public devient trop élevé, il est préférable que la personne publique en reste à des schémas d'acquisition et de gestion publique classiques. Il sera plus efficace qu'elle demeure son propre assureur, c'est-à-dire qu'elle accepte de couvrir elle-même les dérives de coûts.

Les montages de PPP sont également particulièrement sensibles à la situation du marché des fonds prêtables, non seulement du fait de l'ampleur des investissements requis mais également du fait de l'ingénierie financière mobilisée. Celle-ci repose sur des montages à fort effet de levier financier. Une forte part de dettes par rapport aux fonds propres permet de réduire le surcoût du financement privé. En effet, à partir du modèle des contrats de *Private Finance Initiative* britanniques, les projets de PPP les plus importants au point de vue financier mettent en œuvre des montages relevant des techniques de financement sur projet. Les sociétés qui ont formé un groupement pour réunir les compétences et les ressources financières nécessaires pour répondre à l'appel à concurrence créent une société commune à laquelle sera attribué le contrat. Cette société *ad hoc* est dédiée au seul contrat. Si les sociétés membres du consortium d'origine (les *sponsors*) réalisent des apports en fonds propres, l'essentiel de ses ressources provient de dettes d'origines bancaires ou obligataires. La minimisation du coût du financement passe par la

² Flyvberg (2009) a évalué sur un échantillon de projets d'infrastructures les dérives de coûts à 20,4% dans les projets routiers et à 64,7% dans les projets ferroviaires.

³ Pour autant, les PPP ne peuvent réellement garantir à la personne publique des flux de paiements prévisibles dès la signature du contrat et stables dans le temps. D'une part, les contrats intègrent bien naturellement des clauses de révision des prix. D'autre part, ils font l'objet de fréquentes renégociations. Ces dernières peuvent d'ailleurs être vues de façon ambivalente. Les renégociations peuvent tout d'abord procéder d'un phénomène de *bold up* contractuel. Le contractant de la personne publique, une fois la menace concurrentielle écartée, peut adopter un comportement opportuniste et instrumentaliser les flous du contrat (qui ne peut jamais être complet au sens économique du terme) pour le renégocier à son avantage (voir Guasch, 2004). Un contrat à prix forfaitaire renégocié fréquemment devient bien vite un contrat à remboursement de coûts, ce qui revient à une double inefficience pour la personne publique avec une prime de risque *ex ante* et une faible qualité incitative *ex post*. Les renégociations peuvent également être liées à de nouvelles demandes de la personne publique pour faire évoluer le service. Ces demandes peuvent être à l'origine de surcoûts pour la personne publique susceptibles de mettre en cause l'opportunité économique du contrat (25% des surcoûts dans les projets de PPP en phase de construction serait lié à des changements initiés par le contractant public selon une étude de Standard & Poor's (2007)). Pour autant, elles peuvent être essentielles pour satisfaire à l'exigence de mutabilité du service public. En outre, les renégociations sont indispensables dans un contrat à long terme pour préserver l'équilibre économique du contrat, condition *sine qua non* d'efficacité de la relation partenariale.

maximisation de la part du financement constituée par la dette. Il est en effet nécessaire de jouer sur le levier entre les fonds propres et les dettes dans la mesure où le coût des secondes est logiquement moindre car elles sont exposées à de moindres risques que les capitaux propres. En effet, non seulement leur rémunération est fixe mais le remboursement de la dette est prioritaire en cas de liquidation sur celui des fonds propres. Privilégier la dette permet donc de réduire le coût moyen pondéré des capitaux investis donc le coût du financement privé. Cependant, plus la part de la dette est élevée plus ses charges de remboursements (son *service*) absorberont une part importante des revenus de la société projet, ce qui réduit d'autant sa capacité à faire face à des aléas d'exploitations. Ainsi la probabilité de défaut est fonction croissante de l'effet de levier pour un niveau de risque donné. La capacité à lever de la dette est donc limitée par l'aversion au risque des investisseurs. Si celle-ci s'accroît le coût des montages de PPP augmente inexorablement.

Cependant, le coût de la dette soumise au risque de défaut de la société projet – on parle alors de *dette projet* – était limité par deux mécanismes. Tout d'abord, la dette était d'autant moins coûteuse que les liquidités étaient abondantes sur les marchés du fait des taux d'intérêts exceptionnellement bas du fait de la politique de la réserve fédérale américaine suite à l'éclatement de la Bulle Internet et aux attentats du 11 septembre 2001. Ensuite, au-delà de ce contexte macroéconomique favorable, l'ingénierie financière et contractuelle permettait, avant la crise de 2008, de mettre en œuvre des dispositifs à même de réduire le risque de défaut de la société projet. Les techniques de financement sur projet, qui nécessitent des montants d'investissement suffisamment élevés du fait des coûts de transaction induits, reposaient souvent sur des mécanismes de paiements en fonction de la disponibilité du service, plus que sur des mécanismes concessifs (péages acquittés par les utilisateurs finaux en fonction de leur consommation) dans la mesure où les seconds introduisaient un second type de risque, en l'espèce le risque de demande. Nous retrouvons ici les deux grandes familles de PPP, à savoir les montages contractuels relevant essentiellement de la catégorie des contrats de partenariats et assimilés et les montages concessifs de type délégations de service public.

Notre propos dans ce document de travail est de retracer les évolutions dans les montages financiers utilisés dans les contrats de PPP depuis les vingt dernières années et de mettre en exergue leur sensibilité aux conditions d'accès aux marchés des fonds prêtables. Nous montrons d'abord que les PPP se sont initialement développés dans un contexte financier favorable lequel a permis de profiter de fonds abondants et peu coûteux. En outre, les porteurs de projets pouvaient utiliser des outils financiers de nature à limiter le surcoût des fonds privés par rapport à la dette souveraine. Le resserrement des conditions d'accès au crédit, à la suite de la crise financière de 2008, a sensiblement affecté les conditions de bouclage financier des opérations en PPP. Nous évaluons donc dans quelle mesure cette remise en cause du modèle canonique de montage financier des PPP a pu se traduire par une inflexion dans la répartition des risques entre partenaires privés et publics. Nous envisageons enfin le devenir du modèle de financement des PPP à l'aune de la pérennité de la substitution actuelle de financements issus des fonds d'assurance, des fonds d'investissements ou encore de fonds de pensions aux traditionnels financements bancaires dans un contexte d'évolution de la réglementation.

I – Les PPP ont introduit dans la sphère publique une logique de financement sur projet... dans un contexte financier favorable

a) *Le modèle économique du PPP : le financement privé des investissements publics, le partage optimal des risques et la minimisation du surcoût du financement privé*

Les PPP sont des contrats par lesquels un opérateur privé prend à sa charge le financement d'une infrastructure et se rémunère dans le cadre d'un droit d'exploitation exclusif. Si leur origine se situe indubitablement dans les montages de concessions de service public mis en œuvre en France depuis le XVI^{ème} Siècle, comme le montre l'exemple du Canal des Deux Mers (Bezançon, 2004), leur « redécouverte » moderne est indiscutablement britannique.

Cette redécouverte s'articule avec une double dynamique. La première dynamique se rattache à l'essor, particulièrement dans le monde anglo-saxon, du nouveau management public (Skelcher, 2005). Celui-ci considère que l'attention principale doit se déplacer du contrôle de la régularité de la consommation des ressources (*inputs*) vers celui de l'évaluation des résultats de la politique (*outcomes*). Le service rendu à l'utilisateur étant la dimension essentielle, peu importe qu'il soit produit par un organisme public ou privé, du moment où sa définition et le contrôle de sa délivrance sont assurés par l'autorité publique. Considérant les incitations qui s'exercent sur les acteurs privés, il apparaît souhaitable, en termes d'efficacité, de substituer un Etat régulateur à un Etat producteur (Marty et al., 2006). La seconde dynamique ayant favorisé le développement des PPP se rattache au phénomène de *stress budgétaire* (Lüder, 1994). Les autorités publiques font face à un mouvement de ciseau entre des besoins de financement croissants, pour répondre à une forte demande sociétale de services et d'infrastructures publiques, et une nette raréfaction de leurs ressources disponibles, notamment du fait de la perte de confiance de ce même corps social vis-à-vis de leur capacité à gérer efficacement les ressources publiques. Il s'ensuit un moindre consentement à l'impôt et une volonté de limitation de la capacité des autorités publiques à lever de la dette, volonté contradictoire avec la demande sans cesse croissante de biens et de services publics.

Ainsi, de façon certes très simplificatrice, il serait possible de considérer que les PPP répondent à une logique de financement d'infrastructures publiques et de management privé de ces dernières afin de prévenir les inefficiences considérées comme consubstantielles à l'investissement public et à la gestion publique. Il s'agit donc également de contrecarrer les biais incitatifs mis en évidence par la nouvelle économie publique en matière de sélection des projets d'investissement, d'une part, et de contrôle des coûts et de garantie de la satisfaction des objectifs de qualité et de performance, d'autre part. Des grands projets d'infrastructures publiques des années quatre-vingt, tels le tunnel sous la Manche, étaient déjà représentatifs de cette logique. Le premier PPP britannique, le pont entre Dartford et Thurrock, (lancé en 1987 et préfigurant l'introduction de la politique de PFI en 1992), peut être considéré au regard de la position qui fut celle de Margaret Thatcher pour le financement du tunnel sous la Manche : *not a public penny*. La PFI britannique était dans son acception d'origine, comme son nom même l'indique, une *initiative de financement privé*. Les PPP se rattachent en effet à la catégorie des contrats dits DBFO, c'est-à-dire *Design, Build Finance and Operate*

Un tel financement privé a permis d'introduire au sein de la sphère publique les financements sur projet (Lyonnet du Moutier, 2006). Si cette technique de financement ne se retrouve pas dans l'ensemble des contrats, ne serait-ce que du fait de son coût excessif pour des projets ne requérant que des investissements limités, elle constitue un modèle archétypal incarnant les trois

traits caractéristiques majeurs des PPP ; à savoir la globalité du contrat, le partage optimal des risques ainsi que la mise en œuvre d'une ingénierie contractuelle et financière permettant de minimiser le surcoût du financement privé par rapport au financement public.

La première caractéristique tient au caractère global du contrat. Ce caractère s'exprime à la fois par le jumelage des phases de conception/ construction et d'exploitation (Hart, 2003) mais aussi par la prise en charge par le contractant du financement des investissements nécessaires. La deuxième caractéristique tient en une ingénierie contractuelle répartissant optimalement les risques, chacun d'entre eux étant pris en charge par la partie qui peut l'assumer au moindre coût, et en un mécanisme de paiements incitatif basé sur la performance. La troisième caractéristique des contrats réside enfin dans une ingénierie financière permettant de limiter le surcoût du financement privé par rapport à un financement public. Nous avons en effet noté que ce dernier est en théorie moins onéreux car l'Etat est réputé emprunter au taux sans risque, dans la mesure où il serait à l'abri d'un risque de défaut de paiements ...

L'analyse des dimensions financières des PPP doit être menée à partir des lignes de tension entre ces dernières caractéristiques. Plus le surcoût du financement privé vis-à-vis du financement public est modéré, plus il est intéressant de faire financer des infrastructures par le privé dans le cadre d'un contrat incitatif. Si le surcoût est élevé, les gains potentiels liés à l'efficacité incitative du contrat ne pourront que plus difficilement annuler ce différentiel. Limiter en pareilles circonstances le surcoût du PPP supposerait que la personne publique prenne à sa charge une plus forte part de risques, ce qui irait à l'encontre de la logique microéconomique du contrat.

b) Le développement des PPP a été favorisé par le recours aux montages de financement sur projet

Dans une situation « normale » des marchés financiers, le coût de la dette publique s'établit en deçà de celui de la dette privée. Ce faisant, si l'on s'écarte d'une conception du PPP dans lequel ce dernier serait saisi comme une facilité budgétaire permettant de faire porter la dette liée à des investissements publics par le privé⁴, il apparaît que les gains d'efficience liés au caractère incitatif

⁴ Pour la personne publique, le financement privé peut également revêtir un intérêt significatif en termes de gestion des équilibres budgétaires. Comme le notaient Dewatripont et Legros (2005) : "PPPs could be seen as attractive for governments, which try to make their accounts good by (ab)using accounting rules that not correctly capture their assets and liabilities". En effet, un investissement en PPP n'affecte pas les comptes publics – et notamment le niveau de la dette – de la même façon qu'un investissement réalisé de façon traditionnelle. Les montages partenariaux peuvent apparaître d'autant plus attractifs qu'ils sont susceptibles de permettre de ne pas consolider (i.e. de reconnaître) dans la dette publique le montant des engagements liés à l'actif financé. En période de fortes contraintes budgétaires, l'inscription de l'infrastructure à l'actif du bilan du prestataire et l'inscription subséquente de la dette à son passif peuvent apparaître comme un avantage déterminant pour la collectivité publique concernée (Marty, 2007). Le recours aux PPP peut donc apparaître comme un levier de *déconsolidation* de la dette publique d'autant plus opportun que son niveau est élevé et qu'elle fait l'objet d'un plafonnement par l'intermédiaire de règles de discipline budgétaire. Cependant, l'utilisation du PPP comme instrument de hors-bilan n'est envisageable que dans la mesure où la réglementation budgétaire et comptable offre un cadre favorable au déploiement de telles stratégies de déconsolidation et où les opérateurs de marchés acceptent l'inscription de l'actif et de la dette reliée dans les états comptables du contractant privé. Une première force de rappel est donc la capacité des acteurs privés à porter la dette dans leur bilan ; une seconde tient aux règles comptables publiques elles-mêmes qui doivent donner une image régulière, sincère et fidèle de la situation nette de l'entité publique. L'adoption des normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*) par les acteurs privés a paradoxalement favorisé une meilleure reconnaissance des engagements liés aux PPP dans les comptes publics. En effet, les normes comptables internationales privées reposent sur un critère de contrôle qui conduit les sociétés porteuses de contrats de PPP à ne pas les consolider dans leurs comptes. L'ajustement à pratique des acteurs privés et la volonté de traduire les engagements liés aux PPP ont conduit l'instance en charge d'établir les normes comptables publiques à adopter une norme miroir aux IFRS. L'IPSASB

du contrat doivent compenser le surcoût du financement privé. Symétriquement, il est possible de considérer que plus le surcoût du financement privé est limité, plus nombreux sont les projets éligibles au montage en PPP. La minimisation du (sur)coût du financement privé est donc la clé de voûte du modèle financier des PPP.

Sachant que les fonds propres, exposés à plus de risques, car remboursés en dernier lieu en cas de liquidation de la société, sont les mieux rémunérés (i.e. les investisseurs exigent un taux de rentabilité interne des capitaux investis élevé), il s'agit de minimiser leur part dans le montage financier. Plus la part de dette est élevée, plus le coût moyen pondéré des capitaux investis est donc faible. Ce faisant, les montages de PPP se caractérisent souvent par une part de fonds propres inférieure à 10% et donc une part de dette supérieure à 90%. Il convient néanmoins de relever qu'en pratique le financement des contrats de PPP ne repose pas seulement sur les fonds propres et la dette exposée au risque de défaut de la société projet. Aux côtés de cette première catégorie de dette, dite *dette projet*, existent différents types de dettes intermédiaires entre celle-ci et les fonds propres ; en ce qu'elles ne sont pas prioritaires dans l'ordre de remboursement par rapport à la dette projet.

Il s'agit, par exemple, de la dette subordonnée, souvent appelée « dette mezzanine ». Dans la mesure où elle supporte plus de risques, elle bénéficie d'une plus forte rémunération que la dette projet. Cette dette subordonnée peut par exemple être apportée par les *sponsors*, notamment ceux issus de la sphère financière. Au-delà de la rémunération assurée aux *sponsors*, elle est intéressante pour les porteurs de projets dans la mesure où elle réduit le volume de dette nécessaire. Elle facilite, en effet, la levée de la dette traditionnelle en présentant aux prêteurs potentiels des ratios endettement / fonds propres plus favorables, dans la mesure où elle est assimilée à des quasi-fonds propres. Plus faible est la part de dette « normale », plus faible sera la probabilité que son service ne soit pas honoré (i.e. qu'elle ne soit pas remboursée à chaque échéance) et donc plus faible sera le taux d'intérêt exigé.

La dette projet peut provenir de deux sources. Elle peut, tout d'abord, être constituée de prêts accordés par des établissements bancaires. Il s'agit de la voie communément usitée pour les contrats ne nécessitant que des investissements moyennement élevés et qui ne requièrent pas des prêts d'une très longue maturité. Les financements bancaires sont cependant relativement onéreux dans la mesure où une marge additionnelle est prélevée par l'établissement de crédit concerné. Les financements obligataires peuvent constituer une alternative moins onéreuse en termes de taux. Ils présentent également l'avantage d'offrir des maturités de prêts significativement plus longues. Cependant, un appel public à l'épargne induit des coûts de transaction qui limitent ce mode de financement à des opérations de PPP d'une large surface financière⁵. Au Royaume-Uni, avant 2008, la moitié des projets dont la *capital value* excédait 200 millions de £ étaient financés de la sorte. Dans la conjoncture financière favorable qui accompagna le développement des PPP entre 2001 et 2008, l'un des risques propres au financement obligataire – à savoir le niveau de souscription des titres – était levé par le recours à

(*International Public Sector Public Accounting Standard Board*) a ainsi édicté en octobre 2011 une nouvelle norme relative à la reconnaissance comptable des engagements pris par les collectivités publiques dans le cadre des PPP (*IPSAS 32 – Service Concession Arrangements - Grantor*) établie sur cette base. Le Royaume-Uni met quant à lui directement en œuvre les normes IFRS pour établir ses comptes publics, abandonnant ses normes comptables initiales, qui s'avéraient par trop favorables aux stratégies déconsolidantes.

⁵ Ne serait-ce que dans la mesure où il faut faire noter celle-ci par des agences de notation financière.

la *syndication* (*underwritten and syndicate approach*). Dans le cadre d'un tel montage, un acteur financier – un arrangeur de crédit – peut souscrire d'emblée l'ensemble de la dette. Ce dernier la commercialise ensuite, prenant ainsi à sa charge le risque de souscription des titres. Ce *lead-arranger* apporte à la société émettrice une double garantie en termes de disponibilité des fonds et de taux.

Au-delà de la question des sources de la dette, la structuration financière du PPP peut prendre différentes formes. La dette peut en effet être émise par la société à qui le contrat a été attribué ou être placée sur les marchés par une société projet créée pour l'occasion (Delmon, 2010). Notons que le financement peut également, comme cela est notamment le cas pour des montages immobiliers, se faire sous la forme d'un crédit-bail.

Le premier type de financement correspond à un montage *corporate*. La dette est levée par l'entreprise qui a remporté le marché. La prime de risque exigée par les apporteurs de ressources externes ne va pas dépendre du profil de risque du projet lui-même mais de celui de la société dans son ensemble. Si cette option présente l'avantage de réduire dans certains cas la prime de risque exigée (dans la mesure où la société peut être conçue comme un portefeuille de projets et d'activités diversifiés), elle induit quelques difficultés dans le cas des PPP. Tout d'abord, elle implique que la société consolide l'ensemble des actifs liés à l'exécution du contrat et la dette correspondante dans son bilan. Cela peut obérer son bilan et donc réduire sa capacité à lever de nouvelles dettes pour d'autres projets. Un tel phénomène a pour effet, en dynamique, de renchérir le coût du financement des sociétés intervenant sur le marché des PPP (et donc le coût de leurs offres), voire de réduire la capacité des firmes à candidater sur de futurs contrats. Or, pour les personnes publiques contractantes, il est indispensable de s'assurer d'un degré suffisant de *concurrence pour le marché* pour garantir que les PPP puissent atteindre leurs objectifs en termes de *value for money*, sachant que dans de tels contrats de long terme la *concurrence dans le marché* est par essence drastiquement limitée (Mougeot et Naegelen, 2007).

Comme nous l'avons déjà noté, le financement sur projet constitue une alternative particulièrement attractive pour les contrats d'une surface financière suffisante. Ce n'est plus l'entreprise qui a remporté le marché qui lève la dette mais une société créée pour l'occasion (parfois appelée *société ad hoc*, *Special Purpose Vehicle* (SPV) ou encore *Special Purpose Entity* (SPE)). Ce type de montage présente de nombreux intérêts dans le cadre d'un PPP (Yescombe, 2007). Tout d'abord, le caractère global du contrat fait que, dans de nombreux cas, une firme ne dispose pas seule de toutes les compétences requises pour réaliser l'ensemble des prestations. Ainsi se forment des groupements pour répondre aux appels à concurrence. Le contrat obtenu, il est naturel que chacun des membres prenne sa part dans une société commune. L'objet de cette dernière se limite naturellement à la réalisation du contrat. Elle ne s'engagera pas dans d'autres activités et son existence prendra fin avec le contrat de PPP. Ce faisant, elle ne se lancera pas dans des stratégies de croissance interne ou externe qui peuvent toujours induire des investissements peu rémunérateurs et divertir le management de ses responsabilités dans la gestion du projet initial. Qui plus est, le caractère dédié de la structure à un seul et unique projet facilite grandement le contrôle exercé tant *ex ante* qu'*ex post* par les différentes parties prenantes, notamment les apporteurs de ressources financières externes. A l'inverse de sociétés impliquées sur plusieurs projets et *a fortiori* de montages financiers de type *corporate* (dans lesquels la dette

projet est directement levée par l'entreprise attributaire du contrat), ce type de financement garantit une parfaite transparence sur les flux de ressources liés au contrat.

Ces caractéristiques contribuent à l'efficacité du contrôle que peuvent (et doivent) mettre en œuvre tant le contractant public que les souscripteurs de la dette projet dans la mesure où ces derniers n'ont théoriquement que les flux financiers liés à la bonne exécution du contrat comme garantie de remboursement. En effet, les montages de financement sur projet sont des montages dits *sans* recours, en ce sens que les financeurs externes n'ont pas d'autre garantie du bon remboursement de leurs prêts que les ressources d'exploitation⁶. Ce risque constitue une puissante incitation à investir suffisamment de ressources pour jauger *ex ante* de la robustesse du montage et du modèle économique du contrat et, *ex post*, à superviser son exécution.

En dépit des risques pris par les prêteurs dans de tels montages sans recours à fort effet de levier, ces techniques de financement de projet permettent de réunir d'abondantes ressources financières pour un coût contenu. Cette structure financière facilite la mise en œuvre de la procédure dite de *due diligence*, par laquelle les prêteurs évaluent la *bancabilité* du projet, c'est-à-dire la capacité de la société à dégager les flux de revenus nécessaires au remboursement de sa dette. Au travers de cette évaluation, les prêteurs évaluent les risques transférés par le contrat à la société projet et sa capacité à les maîtriser tout au long de son exécution. Le volume et les conditions de l'apport financier et surtout le taux d'intérêt exigé (i.e. la prime de risque) dépendront étroitement de cette évaluation. Le caractère déterminant de la *due diligence* montre que l'allocation contractuelle des risques, telle que négociée dans la phase de dialogue compétitif, constitue l'élément essentiel non seulement en termes d'efficacité de l'achat public (Engel et al., 2007) mais aussi pour l'obtention de conditions financières attractives. Le partage des risques est la clé de voûte du modèle économique des PPP. Ce dernier ne doit pas être guidé par des considérations de (dé)consolidation comptable mais par une attribution de chaque risque à celui des deux contractants qui peut le gérer, le couvrir financièrement ou l'absorber au moindre coût. L'optimalité de la répartition contractuelle des risques est la clé de la minimisation du coût du financement. Celle-ci est théoriquement atteinte dès lors que chaque risque est attribué à la partie qui est en mesure de le gérer (ou de l'assurer) au moindre coût.

Deux conclusions peuvent en être dérivées. Un transfert excessif de risques au privé n'est pas dans l'intérêt de la personne publique en ce sens qu'il serait au moins en partie compensé par un surcoût financier. De la même façon, la présence de financeurs externes sert les intérêts de la personne publique. En effet, le contrat a pour effet d'aligner leurs intérêts avec les siens. De la capacité de la société créée par les *sponsors* à garantir le service sans supporter de pénalités pour cause de sous-performance dépend également sa capacité à honorer le service de sa dette. Les coûts liés à la maîtrise des risques d'anti-sélection et d'aléa moral, auxquels la personne publique

⁶ Il serait de fait plus adéquat d'employer l'expression de montage avec recours limité en ce que les fonds propres apportés par les sponsors constituent une seconde source de garantie. Plus la part de ces derniers dans le tour de table de la société projet sera élevée moins le risque de défaut sur le service de la dette sera important. L'existence de garanties additionnelles, offertes par les *sponsors*, par des institutions financières multilatérales ou encore par la personne publique contractante, est également de nature à constituer des dispositifs à même de réduire la probabilité de défaut de la société projet. Comme nous le verrons dans les sections suivantes, l'existence de telles garanties permet certes de réduire le coût du financement – en réduisant la prime de risque exigée par les investisseurs – mais réduit d'autant les incitations des financeurs externes à s'assurer de la robustesse du montage et de la bonne exécution du contrat. Le contractant public sera donc d'autant plus exposé aux risques d'anti-sélection et d'aléa moral.

doit faire face dans le cadre d'un contrat de long terme, sont ainsi partagés avec les souscripteurs de la dette (Dewatripont et Legros, 2005). Cependant, cet effet ne joue que si le financement est concentré sur un nombre limité de souscripteurs de façon à éviter des phénomènes de passagers clandestins. Nous pourrions également relever que la présence d'un investisseur public important ou l'octroi de larges garanties par ce dernier pourrait être de nature à désinciter les investisseurs à engager les coûts – significatifs – de ces procédures de *due diligence*.

Ainsi, les techniques de financement sur projet permettent de concilier les intérêts de chacune des parties prenantes. Le contractant public bénéficie de taux moindres qui ont pour effet de réduire le coût des loyers annuels (renforcement de la soutenabilité budgétaire du PPP). Il tire également profit de l'externalisation d'une partie des coûts de contrôle vers les financeurs externes. Ces derniers bénéficient d'une meilleure sécurité financière que dans le cas d'un financement *corporate* du fait de la transparence liée à la mise en place de la société projet et de la traçabilité des flux qui en découle. Pour les *sponsors*, enfin, ce montage permet de préserver les ratios financiers de dette et de maximiser, du fait de l'effet de levier entre fonds propres et dettes, le taux de rendement interne (en anglais RoE, *return on equity*) des capitaux propres investis dans la société projet. Le financement sur projet présentait également l'avantage de permettre – du moins avant la crise financière de 2008 – le développement d'une ingénierie contractuelle et financière susceptible de réduire le degré de risque auxquels étaient exposés les souscripteurs de la dette émise par la société projet. Cette protection a quelque influence sur le coût du PPP. Moins la société projet supporte de risques, plus la probabilité de la voir faire défaut sur le service de sa dette sera faible et donc plus faible sera la prime de risque exigée. La limitation subséquente du coût du financement se fera au plus grand intérêt des *sponsors* – qui pourront maximiser l'effet de levier financier – et du contractant public – qui minimisera le surcoût du financement privé et donc le montant de ses engagements de paiement.

Le montage contractuel peut apporter une première solution pour isoler la société projet du risque de défaut sur le remboursement de sa dette. Il s'agit de la technique des *back-to-back contracts*. Dans un modèle d'adossement contractuel, la société projet subdivise la prestation en grandes phases distinctes (par exemple la construction et l'exploitation / maintenance) et confie chacune d'entre elles à une autre société projet spécialisée. Si l'une de ces sociétés projet ne parvient pas à réaliser la prestation attendue en temps et en heure (ou dans les coûts prévus), elle versera à la société projet amont des indemnités contractuelles au moins égales aux pénalités prévues au titre du contrat principal avec la personne publique (voir figure 1).

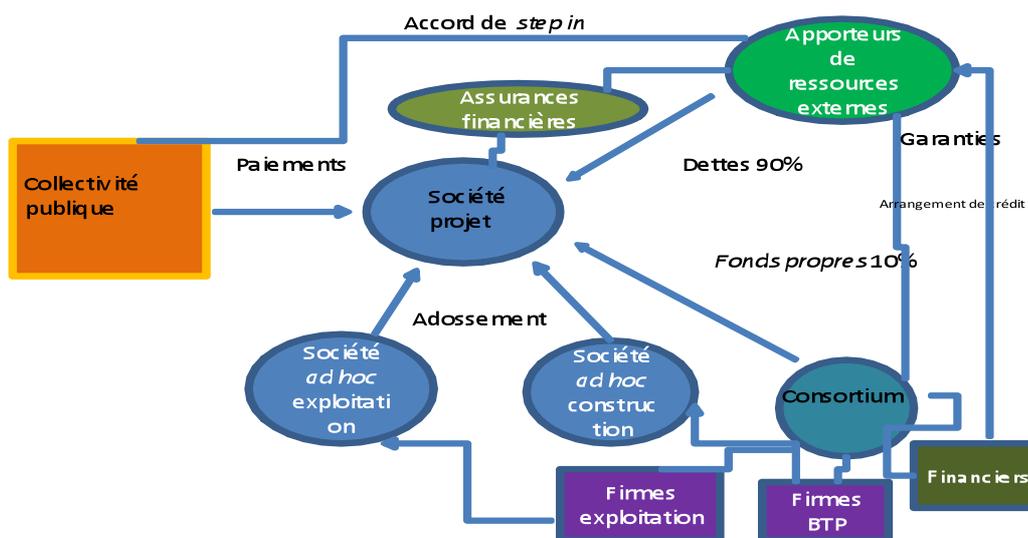


Figure 1 : montage contractuel de type financement de projet avec adossement (utilisé pour le 3ème lot de prisons françaises en CP)

Ce faisant, la société projet est isolée du risque dans la mesure où les prêteurs savent qu'elle disposera des flux nécessaires au paiement du service de sa dette. Cette technique d'adossement (*pass through contracts*) repose bien évidemment sur la capacité des sociétés sous-traitantes à disposer des fonds nécessaires pour verser des indemnités (*liquidated damages*) d'un montant équivalent aux pénalités prévues par le contrat principal. Cette garantie est en fait apportée par les sponsors de la société projet, lesquels s'impliquent communément dans les sous-sociétés relevant de leur domaine d'expertise. Par exemple, les membres du groupement issus du BTP s'impliqueront dans la société chargée de la construction quand ceux spécialisés dans le *facility management* s'investiront dans la société chargée de l'exploitation. Au point de vue financier, ce montage contribue à isoler les différentes classes de risques que supporte la société projet et peut donc permettre de réduire au niveau global le niveau des primes exigées (Faquharson et al., 2011). En effet, les investisseurs préfèrent des actifs financiers caractérisés par une seule classe de risque pour lesquels leur exposition est plus aisément mesurable.

Il est également possible d'utiliser un autre instrument contractuel permettant de réduire le risque perçu par les apporteurs de capitaux. Il s'agit de clauses d'interposition ou *step-in rights*, faisant l'objet d'un accord direct entre la personne publique contractante et les prêteurs. Ce sont des dispositifs autorisant les principaux financeurs à substituer au contractant une autre entreprise dès lors que des sous-performances viendraient remettre en cause la capacité de la société projet à rembourser sa dette (Christophe et al., 2007). Cependant, un tel dispositif de substitution suppose qu'il existe des acteurs sur le marché en mesure de reprendre l'exploitation voire d'achever la construction, ce qui conduit à des hypothèses fortes sur le degré de concurrence pour le marché et sur l'absence de spécificité des actifs et des technologies. En effet, les banques doivent être en mesure de trouver rapidement des acteurs industriels aptes à reprendre l'exploitation (de façon à limiter les coûts de transactions) et à garantir la bonne exécution du contrat (de façon à obtenir le rétablissement des flux financiers en provenance du contractant public).

A ces outils de nature contractuelle s'ajoutait avant la crise un ensemble de dispositifs de nature financière. Ces derniers permettaient de réduire encore le risque encouru par les apporteurs de ressources externes. Il s'agissait tout d'abord de mécanismes de garanties de type *surety bonds* et *performance bonds*. Les premiers correspondaient à des obligations émises par des banques soutenant les sponsors et garantissant les remboursements de la dette de la société projet en cas de retard dans la phase de construction. Avant la crise, 15 à 80% du risque lié aux pénalités en cas de retard et à l'éventuel manque à gagner pouvaient être couverts de cette façon. Rappelons qu'en principe, dans un PPP sur le modèle britannique, les paiements de la personne publique ne sont déclenchés que par la délivrance du service. Sur l'ensemble de l'exécution du contrat, les risques de défaut sur le service de la dette pouvaient également faire l'objet de couverture par l'émission de *performance bonds*. Dans l'éventualité où les flux de ressources de la société projet ne permettraient pas de couvrir les remboursements de la dette, ces obligations pouvaient être utilisées pour combler tout ou partie du différentiel.

La minimisation du risque encouru par les prêteurs passait également, avant la crise, par des techniques de réhaussement de crédits permettant de bénéficier de taux d'intérêts moins élevés. Dans le cadre d'un financement obligataire, une agence de notation est mandatée pour attribuer une note financière aux titres émis, laquelle est d'autant plus élevée que la probabilité que l'émetteur n'arrive pas à rembourser sa dette est faible. Il faut donc que la note soit la plus proche possible du AAA pour que le coût de la dette soit minimal. Or, dès lors que la société supporte des risques (le PPP n'aurait sinon aucun intérêt), elle ne pourra pas s'endetter au taux sans risque. Il est néanmoins possible de profiter d'un taux d'intérêt attractif en recourant aux services d'un acteur financier, noté AAA et ce faisant de faire bénéficier la société projet d'un taux d'intérêt minimal (notion de *wrapped bonds*). Cet acteur financier joue le rôle d'un assureur. Il garantit qu'il se substituera à l'émetteur de la dette si ce dernier rencontrait des difficultés à faire face aux remboursements. Ce faisant, le risque de ne plus être remboursé n'est plus mesuré par rapport à l'émetteur mais par rapport à l'assureur (on parle d'assureur spécialisé ou monobranche, en anglais *monoline insurer*). La prime que l'émetteur doit acquitter est bien entendu d'autant plus élevée que la note initiale est éloignée du AAA. Le montage est théoriquement intéressant dès lors que l'on suppose que l'assureur jouit d'un avantage informationnel vis-à-vis des souscripteurs individuels et est plus à même de diversifier les risques. Ce faisant, le gain réalisé au travers de la réduction de la prime de risque exigée fait plus que compenser le paiement de la prime d'assurance (Vinter, 2006).

c) Le développement des PPP s'est fait dans un contexte financier favorable

Au-delà même de l'ingénierie contractuelle et financière, le développement des PPP a bénéficié, principalement entre 2001 et 2008 d'un contexte financier particulièrement favorable. La politique mise en œuvre par la Réserve Fédérale américaine, après le dégonflement de la bulle Internet et les attentats du 11 septembre 2001, s'est traduite par une abondance de liquidités dans l'économie. Celle-ci a eu pour effet de peser sur les taux obligataires et donc de limiter le coût du recours au financement privé.

En outre, la croissance du portefeuille de PPP signés et, plus encore en phase d'exploitation, a eu pour effet de réduire les primes de risques exigées par les investisseurs pour la dette obligataire émise par les sociétés projets. Les titres émis apparaissaient comme une classe d'actifs

particulièrement attractive du fait de leur couple risque / rendement (Blanc-Brude, 2013). En outre, l'essentiel des risques dans les projets se concentre souvent dans les phases initiales de construction et de mise en service. Une fois celles-ci réalisées, les risques liés à l'exploitation sont facilement maîtrisables. Ainsi, les titres émis par les sociétés projets sont particulièrement attractifs pour les fonds de pension, lesquels doivent disposer de flux de ressources stables pour faire face à leurs engagements de paiement des retraites. L'attractivité de la dette liée aux PPP favorisait, avant la crise, les opérations de refinancements. Celles-ci permettaient de réduire significativement le taux de la dette dès lors que l'opération intervenait après l'étape initiale de levée des risques. Les contrats de PPP insèrent communément dans leurs clauses des règles de partage des gains liés à ces refinancements entre contractants public et privé. Le refinancement de la dette n'était pas la seule option possible.

La structuration en société projet permettait également une fluidité du capital conduisant les sponsors initiaux à céder progressivement leurs parts à d'autres investisseurs, ce qui avait notamment pour effet d'accroître significativement le taux de rendement interne de leur investissement. Ce faisant, se développait au Royaume-Uni un marché secondaire des titres liés aux sociétés projets dont l'évolution était de nature à peser favorablement sur le niveau des primes de risques exigées par l'ensemble des investisseurs, qu'il s'agisse d'investisseurs en fonds propres ou de souscripteurs de la dette projet. Ce marché secondaire, qui permet la cession des parts de fonds propres des sociétés projets, avait également pour effet positif d'accroître la concurrence pour le marché dans la mesure où les *sponsors* n'étaient pas tenus à demeurer bloqués dans le tour de table tout au long de l'exécution. Ils avaient donc la capacité de s'investir et d'investir dans d'autres contrats de PPP.

A ce contexte favorable venait s'ajouter une volonté politique ferme de soutenir le développement des PPP et ce malgré les alternances, comme l'a montré le cas britannique en 1997. Les tendances à un recours croissant aux PPP telles qu'observées au Royaume-Uni jusqu'à la fin de la dernière décennie s'expliquaient notamment par ce support politique qui conduisait certains départements ministériels ou certaines collectivités locales à considérer le PPP comme *the only game in town*. Non seulement le recours aux montages partenariaux permettait d'éviter de consolider les actifs et la dette correspondante dans les comptes publics, de disposer de marges de manœuvres vis-à-vis des règles déterminants les budgets pluriannuels d'investissements mais aussi pour certaines collectivités de disposer de fonds de garanties spécifiques voire de subventions additionnelles. Ainsi le flux de PPP signés put-il représenter pendant plusieurs années 10 à 15% de l'investissement public total (cf. encadré n°1).

Le développement des PPP au Royaume-Uni peut être résumé en quelques chiffres. Même en excluant les trois contrats initialement conclus pour l'exploitation du métro de Londres et qui représentaient un investissement privé (*capital value*) de 18 milliards de £, le montant total des investissements privés en PFI s'élevait à près de 62 milliards de £. La charge budgétaire liée aux paiements au titre des PFI en cours d'exécution était de 8, 57 milliards de £ pour l'exercice 2011-2012 et devrait atteindre 9,75 milliards en 2017-2018... (HM Treasury, 2011). En tendances, les figures 2 et 3 donnent respectivement les évolutions annuelles du nombre de contrats signés et des montants de l'investissement privé (*capital value*) entre 1995 et 2011. Entre 1998 et 2007, le nombre de PFI signées se stabilisa sur un plateau de plus de (?) cinquante contrats annuels (figure 2). Les montants d'investissements privés furent croissants jusqu'à la veille de la crise

(figure 3), sachant cependant que le contrat relatif aux avions ravitailleurs en vol de la Royal Air Force (contrat FSTA) représentait à lui seul au printemps 2008 une valeur d'investissement supérieure à 2.6 milliards de £.

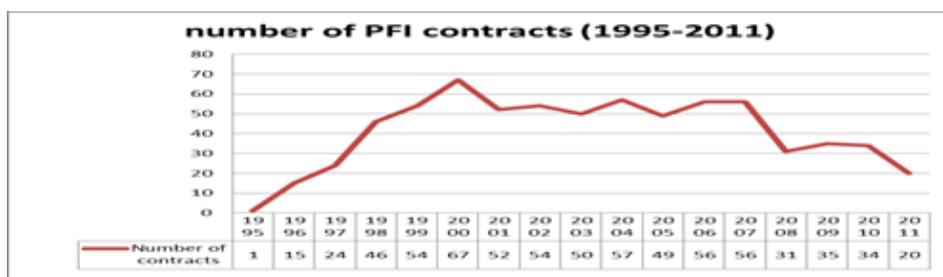


Figure 2 : flux annuel de PFI signées 1995-2011



Figure 3 : montants annuels d'investissements privés dans les PFI britanniques entre 1995 et 2011

Encadré 1 : PFI britanniques : tendances 1995-2011

Ainsi, l'attractivité financière des PPP conduisait à une nette réduction du surcoût de la dette projet par rapport à la dette publique, rendant de très nombreux investissements publics éligibles à ces montages. Des investissements majeurs purent être réalisés sous cette forme qu'il s'agisse de contrats portant sur l'exploitation de lignes de métro londoniennes ou des avions ravitailleurs en vol de la Royal Air Force (NAO, 2010a). Le contrat portant sur ces avions, finalisé à la veille de la crise à l'été 2008, est particulièrement emblématique des grandes opérations de PFI avant le retournement brutal des conditions de marché. Il s'est en effet traduit par un investissement pour le partenaire privé de quelques 2,690 milliards de £. Afin de minimiser le coût du financement, une concurrence séparée fut même organisée pour réunir les fonds nécessaires. Cette mise en concurrence spécifique pour le volet financier lancée à l'instigation du contractant public à l'été 2007 portait sur 2 milliards de £ (Marty et Voisin, 2008). Ce faisant, le caractère global du contrat ne concernait plus obligatoirement le financement, preuve de l'attractivité des montages de PPP pour les investisseurs. Pour le contractant public séparer le volet « financement » des autres aspects du contrat permettait à la fois d'en réduire le coût au travers d'une mise en concurrence de nombreux acteurs financiers mais aussi d'obtenir de précieux retours des marchés quant à l'équilibre économique du contrat. En effet, la prime de risque exigée par les investisseurs financiers constitue *a priori* un bon reflet des risques effectivement portés par la société projet. Si à nouveau le thème d'une concurrence séparée pour le financement apparaît pour les contrats de PPP, le contexte financier a connu des évolutions radicales depuis la crise des *subprimes* lesquelles ont significativement affecté le financement des contrats.

II – Depuis la crise de 2008 : de nouvelles donnes financières

La crise financière de 2008 et ses suites – notamment la crise de la dette souveraine européenne – ont significativement bouleversé les conditions de financement des contrats de partenariat public-privé. Notre propos, dans le cadre de cette seconde partie est de mettre en évidence le fait que ces changements ne sont pas simplement conjoncturels mais structurels (a) et induisent des transformations significatives de l'économie générale des contrats de PPP, notamment en matière de répartition des risques (b).

a) *Des conditions d'accès aux financements bien moins favorables*

Alors que les montages à fort effet de levier financier avaient été favorisés par l'abondance des liquidités disponibles et l'abaissement généralisé des primes de risque sur les dettes, la crise se traduit par un effet de levier inversé (ou *deleveraging*). De façon schématique, la baisse de la valorisation des titres financiers (du fait d'incertitudes croissantes sur la capacité des emprunteurs à honorer leurs dettes) obligent les banques à déprécier leurs créances dans leurs comptes. En effet, les normes comptables IFRS imposent de les valoriser à leur *fair value* qui peut-être leur valeur de marché ou la valeur qui ressort de modèles d'évaluation financière. Dans la mesure où les ratios de solvabilité financière mettent en regard l'encours de crédits accordés et la valeur de l'actif, les établissements financiers doivent, au mieux restreindre l'octroi de nouveaux crédits, au pire céder certaines de leurs créances sur le marché pour améliorer leur bilan. Ces cessions aggravant la chute des cours, un effet boule de neige s'amorce conduisant à un phénomène de *crédit crunch*. Ce phénomène s'est traduit dès le début de la crise par un assèchement des financements bancaires aux projets de PPP mais aussi une très nette élévation des taux d'intérêts exigés. Dans ce contexte, la hausse des taux d'intérêts exigés par les investisseurs financiers est bien moins liée à une élévation des risques intrinsèques du projet qu'au renchérissement des liquidités bancaires (Hellowell, 2013). Ce phénomène revêt de plus un caractère structurel dès lors que le resserrement des règles prudentielles applicables au secteur bancaire rend particulièrement onéreux les prêts de long terme (Bâle III). Ainsi, la crise s'est traduite par une nette augmentation des *spreads*, c'est-à-dire du différentiel par rapport au taux sans risque, à la fois sur la dette projet mais aussi, comme nous le verrons dans notre troisième section, sur la dette dont le remboursement est garanti par le contractant public lui-même. Sur la dette projet, la marge par rapport à la dette souveraine (i.e. de la dette (réputée avant la crise) sans risque) est passée de 0,75% à 3% (soit de 75 à 300 points de base). Selon les évaluations de la Cour des Comptes britannique, le *National Audit Office*, dans la mesure où le gain net lié au recours aux PPP est de 5 à 10%, le renchérissement des coûts de financement à hauteur de 20 à 33%, peut induire un surcoût de 6 à 8 % pour les projets qui impliquant une part de construction et donc qui nécessitent de lourds investissements initiaux (NAO, 2011). Un tel surcoût peut être de nature à mettre en cause l'attractivité du modèle des PPP pour de nombreux projets d'investissement public. Les évolutions britanniques se retrouvèrent quasiment à l'identique en France, le *spread* sur la dette projet passant de 60 à 250 points de base entre 2007 et 2009 (Dupas et al., 2012). Si les différentiels de taux se sont réduits depuis le plus fort de la crise, il n'en demeure pas moins que le renchérissement des ressources bancaires n'est pas seulement conjoncturel mais s'avère être structurel.

La nouvelle donne financière conduit à de nettes pressions sur la dette. Les apporteurs de ressources externes sont de plus en plus attentifs au profil de risques de la société projet et requièrent des marges de sécurité additionnelles en matière de couverture du service de la dette.

Cette montée de l'aversion pour le risque peut se traduire par une élévation des taux d'intérêt sur la dette bancaire mais aussi par une nécessaire réduction de sa part vis-à-vis de celle des fonds propres ou d'autres sources de financement de long terme. La conséquence en est une hausse significative des coûts de financement mettant en question la capacité des montages de PPP à atteindre la *Value for Money*. Dans le même temps, substituer des fonds propres à la dette accroîtrait de façon excessive le coût moyen pondéré des capitaux investis et mettrait en cause l'opportunité même de ces contrats.

Quand bien même les surcoûts de financement n'annuleraient pas les gains d'efficacité liés aux PPP, ces derniers conduisent à une augmentation des flux de paiement de la personne publique contractante. Celle-ci, dans un contexte de forte pression sur les comptes publics est de nature à mettre en cause la soutenabilité budgétaire des engagements liés au PPP, lesquels revêtent un caractère de *quasi-services votés*⁷.

De la même façon, la crise a profondément bouleversé les conditions d'accès au marché des fonds prêtables pour les sociétés projets. Tout d'abord, l'analyse des risques propres au projet se fait de façon beaucoup plus serrée qu'auparavant. Les taux proposés reflètent de moins en moins les résultats de l'évaluation des risques intrinsèques au projet et de plus en plus les contraintes liées aux procédures internes des comités d'engagements des prêteurs. Si au niveau international, certains projets ont été annulés suite à la crise (à l'instar, en 2008, d'un premier projet d'extension en mer de la Principauté de Monaco, à hauteur d'une dizaine d'hectares), d'autres sont revenus à des schémas d'acquisition publique classique (le *Hartlepool NHS Foundation Trust* anglais initialement programmé comme une PFI fit l'objet d'un contrat de construction à prix forfaitaire pour 450 M£). Surtout, de nombreux projets ont connu de longs décalages pour parvenir à leur clôture financière. Qui plus est, les projets lancés depuis lors présentent des surfaces financières plus réduites. La part croissante des projets *brownfield* (couplant les phases de rénovation et d'exploitation au détriment des projets *greenfield* (impliquant une nouvelle construction) peut être analysée à la lumière de l'augmentation des coûts de financement. On observe également au niveau mondial, notamment dans les pays en développement et dans les pays émergents, une réduction de la part relative des projets reposant sur des montages concessifs – i.e. soumis à un risque de demande – en comparaison des montages pour lesquels les paiements émanent essentiellement de la personne publique contractante en fonction de la disponibilité du service ou de la performance atteinte (Cuttaree and Mandri-Perrot, 2010).

L'aversion au risque des investisseurs est encore renforcée par la disparition des garanties financières de la dette émise par les sociétés projets. Les assureurs monobranche ayant perdu leur AAA, leurs réserves financières s'étant effondrées du fait de nombreux appels de garantie durant la crise de 2008, les réhaussements de crédit au travers d'instruments de marché sont désormais impossibles. Les apporteurs de capitaux demandent donc des garanties croissantes tant aux

⁷ En d'autres termes, une fois le contrat de PPP signé, il est particulièrement coûteux, sinon impossible, pour la personne publique contractante de revenir sur son engagement du fait de la compensation à verser au contractant. Le *loyer* à verser au contractant privé (i.e. la somme que le contractant public s'est engagé à lui verser tout au long du contrat) ne peut également faire l'objet de phénomènes de *régulations budgétaires* (i.e. des réductions ou des étalements de crédits) comme cela pourrait être le cas de programmes d'investissements publics menés traditionnellement ou de financements destinés à la maintenance d'infrastructures exploitées en régie. Ce faisant, plus la part des services réalisés en PPP est importante, plus la capacité de la personne publique à ajuster ses dépenses à la conjoncture est contrainte. Les PPP peuvent donc conduire à une rigidification des dépenses publiques.

sponsors qu'aux contractants publics eux-mêmes, voire à leurs ministères de tutelle quand il s'agit d'établissements publics (hôpitaux et universités, par exemple). Les doutes sur la qualité même de la signature de certaines personnes publiques conduisent les prêteurs à exiger des clauses de sauvegarde (*covenants*) plus protectrices⁸. Cela se traduit de fait par une ré-internalisation d'une partie des risques par les *sponsors* et le contractant public. Ce faisant, alors que les montages de financement sur projets étaient traditionnellement des montages sans recours, ils deviennent des montages avec recours, dans la mesure où l'exposition financière des contractants ne se limite plus aux seuls apports en fonds propres dans la société projet.

Par exemple, les apporteurs de ressources financières externes exigent communément des *sponsors* que ces derniers prennent des engagements constitutifs de garanties additionnelles en cas d'évolutions adverses. Cela peut prendre la forme de *contingent equity commitments*, de *cost overrun guarantees* ou de *completion guarantees*. Si des surcoûts non anticipés surviennent en phases de construction ou d'exploitation ou si la construction connaît des retards, alors ces derniers s'engagent à injecter de nouveaux fonds propres dans la société projet pour garantir le service de la dette. Le contractant public est quant à lui de plus en plus amené à apporter des garanties de revenus (Burger and al., 2009) ; garanties susceptibles de mettre en cause le caractère incitatif du contrat, dès lors que le prestataire disposerait de la certitude de disposer de flux de ressources suffisants pour faire face au service de sa dette et dégager un niveau de retour raisonnable sur ses capitaux investis.

La crise se traduit surtout par une nette transformation des conditions d'accès au financement. Les conditions financières et contractuelles d'accès aux financements privés sont les paramètres des montages qui connaissent les évolutions les plus significatives. Au-delà même du coût des ressources, les conditions d'accès aux financements ont connu des évolutions significatives.

Les conditions de financement proposées par le privé ont connu une substantielle transformation avec la généralisation des clauses de *market flex* et de *market disruption*. Avant la crise les différents groupements en compétition garantissaient un financement à taux ferme et à conditions définies *ex ante* –prenant ainsi le risque d'évolutions défavorables des marchés durant la longue phase de négociation et de finalisation des contrats. Au plus fort de la tourmente financière, le secteur privé ne pouvait plus prendre de tels engagements. Ces derniers induisaient d'ailleurs d'autant plus de risques que la durée des négociations avec la personne publique était longue. Le législateur dû donc accepter que non seulement les offres financières aient une durée limitée dans le temps mais que les groupements puissent ne plus s'engager sur des taux fixes en introduisant dans leurs offres des clauses de *market flex*. Celles-ci conduisent à formuler l'offre financière en termes de taux variables de type 'Euribor ou Libor plus « x » points de base'. Ainsi, la personne publique prend à sa charge les risques de montée des taux durant la phase de contractualisation. De la même façon, des clauses de *market disruption* ou de *market-out* permettent aux prêteurs de retirer leur offre si les évolutions de marché dépassent des bornes de taux définies *ex ante*.

Une autre conséquence notable du changement des conditions de financement des PPP depuis 2009, à l'origine de l'élévation des coûts de financement, est la quasi-disparition de la *syndication* et la multiplication des *club-deals*. Avant, la crise, il était souvent possible de bénéficier de

⁸ Un covenant désigne une clause insérée dans un contrat de prêt prévoyant le remboursement anticipé de la dette en cas de non réalisation des objectifs assignés à la société projet.

mécanismes de syndication (modèle dit *underwrite & syndicate*) par lesquels un acteur financier, souvent l'un des *sponsors*, souscrivait l'ensemble de la dette émise par la société projet et se chargeait ensuite de la placer sur le marché. Ce faisant, la disponibilité du financement était acquise dès la signature du contrat et son taux certain. Ce mécanisme devient particulièrement difficile, sinon impossible, à mettre en œuvre dès lors que les banques ne disposent plus que de liquidités non seulement onéreuses mais de plus limitées. Ainsi, le modèle de la *syndication* a-t-il dû céder le pas à celui des *club-deals*. Dans ces derniers, le financement n'est plus apporté par un seul acteur financier mais par un *pool* d'établissements bancaires. L'émergence des *club-deals* est donc la conséquence de la réduction drastique des capacités d'engagements individuelles des acteurs financiers (réduction des *tickets* moyens). Un groupement de banques peut être nécessaire pour apporter tous les capitaux requis par des projets de PPP de grande ampleur. Ce phénomène se traduit inexorablement par un accroissement du coût du financement. La raison en tient non seulement à une altération irréversible de la concurrence pour le financement mais aussi au fait que les conditions de financement appliquées par toutes les banques (en termes de taux notamment) sont alors déterminées par la banque marginale dont les apports sont indispensables au bouclage du financement (voir encadré 2). Les marges bancaires s'accroissent mécaniquement.

Au Royaume-Uni en 2010, la baisse des tickets moyens pour les opérations de PFI conduisit à des apports de fonds maximaux de 25 à 50 millions de £. Ainsi, le financement de l'hôpital de Kirlady qui requérait l'apport de 187 millions de £ ne peut être assuré que par la formation d'un *club-deal* réunissant quatre banques qui apportèrent chacune 42.5 millions (NAO, 2010b). De la même façon, pas moins de 16 banques furent associées au financement de la PFI relative à l'autoroute M 25, chacune apportant entre 25 et 60 millions de £ (NAO, 2010c).

Encadré 2 : les club-deals dans les PFI britanniques signés en 2010

Il convient de souligner une dernière conséquence de la crise sur le financement des contrats de PPP, l'apparition du phénomène des *mini-perms* ou des refinancements obligatoires de la dette en cours de contrat, faute de bénéficier d'une maturité suffisante des financements (Dupas et al., 2013). La montée de l'aversion pour le risque des prêteurs et l'illiquidité des marchés font que ces derniers ont du mal à consentir des durées de prêts équivalentes à celles des contrats de PPP, lesquels sont consubstantiellement des contrats de long terme dès lors qu'ils portent sur des projets immobiliers ou des infrastructures de service public. Il s'ensuit donc un nécessaire refinancement de la dette dans le courant de l'exécution du contrat. Ces opérations de refinancement ne sont en rien des nouveautés. La très longue durée de certains contrats concessifs obligeait déjà à engager de telles opérations avant la crise. De même, des refinancements de PFI britanniques avaient été mis en œuvre dans la dernière décennie (NAO, 2006).

La différence réside dans le fait que ces opérations prenaient place dans un contexte financier bien plus favorable – marqué par la baisse des taux – et dans une situation spécifique aux contrats de PPP considérés, c'est-à-dire au moment où les risques initiaux (de construction et de mise en service) avaient été levés. Ce faisant, l'opération de refinancement conduisait à de nettes réductions du taux de la dette. L'enjeu était alors celui du partage des gains entre les contractants. Nonobstant ce changement de contexte financier, il est également possible de considérer qu'un refinancement « précoce » de la dette initiale peut fonctionner comme une « clause de retour à

meilleure fortune » (*claw back provision*), notamment si la levée initiale des fonds s'est faite dans une conjoncture financière défavorable. Cependant, si la situation des marchés empire dans l'intervalle, si le projet connaît des difficultés ou si la confiance dans la capacité du contractant public à faire face à ses engagements de paiement se dégrade, il n'est pas acquis que le refinancement se fasse à un taux plus attractif, voire qu'il soit possible de lever l'ensemble de la dette nécessaire. Par voie de conséquence, un nouveau risque doit être pris en compte dans la rédaction des clauses contractuelles. Dans la mesure où il n'existe plus de mécanismes assurantiels sur le marché à même d'offrir une couverture financière, la personne publique et les sponsors doivent se partager les responsabilités pour faire face aux risques de refinancement dans le courant de l'exécution du contrat.

Ainsi, la crise financière amorcée en 2008 remet-elle en question le modèle des PPP en provoquant la réapparition d'un surcoût significatif du financement privé et en conduisant à une réallocation des risques entre contractants publics et privés. Dans la mesure où les outils fournis par l'ingénierie contractuelle et l'ingénierie financière ne permettent plus de couvrir la majeure partie des risques, ces derniers sont en grande partie repris en charge par le contractant public. Ainsi, non seulement un nombre réduit de projets sont encore éligibles (financièrement) à des montages de type PPP mais le contractant public peut moins facilement opter pour ces derniers dans une optique assurantielle, dans la mesure où il joue de façon croissante le rôle de garant en dernier ressort des flux de remboursements de la dette émise par la société projet.

b) De nouveaux équilibres contractuels reposant sur une réallocation des risques

Ainsi, les personnes publiques font-elles face à un dilemme. Des montages de projet sur le modèle de ceux qui préexistaient à la crise se traduiraient par des nets surcoûts financiers. Ce faisant, moins de projets seraient éligibles aux montages partenariaux et des modes d'acquisitions publiques et de financement budgétaires traditionnels devraient s'y substituer. Cependant, cela reviendrait à la fois à renoncer aux gains d'efficacité potentiels liés aux PPP et surtout à apporter un financement purement public aux investissements concernés à un moment où les marges de manœuvres budgétaires tendent asymptotiquement vers zéro. Ainsi, la nécessaire pérennisation du modèle est passé par un ensemble de soutiens publics qui ont visé à réduire les risques pesant sur les souscripteurs de la dette émise par la société projet voire à limiter la part même de cette dette dans le financement de l'opération.

En effet, la limitation du coût du financement privé et la facilitation de la souscription de la dette émise par la société projet peut passer par deux canaux principaux. Le premier tient à une participation financière de la personne publique aux montages financiers, le second à la prise en charge d'une part croissante des risques pour minimiser le risque de défaut sur le service de la dette.

Tout d'abord, le bouclage financier des opérations de PPP est facilité par un ensemble d'initiatives publiques, se traduisant par un net assouplissement des exigences quant aux conditions d'apport des financements. Dans les mises en concurrence, il n'est plus requis que les groupements candidats apportent dès le dépôt des offres un plan de financement complet à des conditions, notamment de taux, fermes. Des offres présentant des financements partiels (souvent assortis de clauses de *market-flex*, comme nous l'avons vu) sont désormais acceptées. De ce fait, la personne publique s'expose à un risque de constater l'incapacité de son contractant potentiel à

disposer des fonds nécessaires à une phase très avancée des négociations, rendant très difficile un éventuel retour en arrière au vu du temps écoulé et des coûts engagés. Symétriquement, refuser de telles offres conduirait, dans un contexte financier difficile, à réduire drastiquement le degré de concurrence pour le marché.

De la même façon, les risques de refinancement sont-ils partagés entre contractant publics et privés de façon à concilier l'intéressement de la personne publique en cas d'évolution favorable des conditions de marché et le plafonnement des risques encourus par le contractant. Comme le montre la figure n°4 *infra* tirée d'un rapport de KPMG (2009), la répartition des variations de coûts est différenciée selon une succession de seuils. Les gains de refinancement sont partagés selon une règle 50/50 ; les surcoûts pris en charge par le contractant privé jusqu'à 100 points de base, au-delà de ce seuil les hausses sont partagées avec une part croissante attribuée au contractant public.

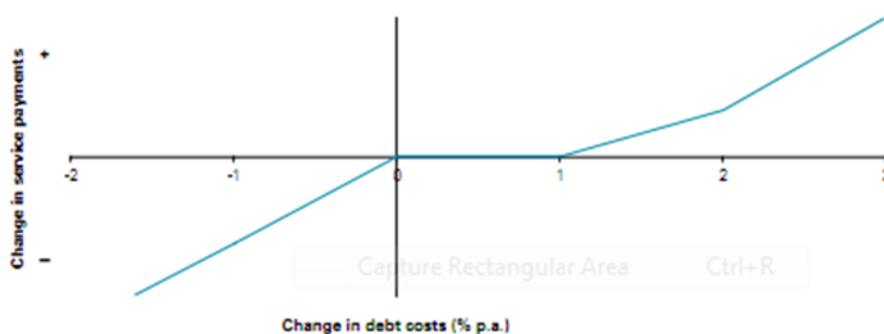


Figure 4 : règles d'imputation des coûts et des bénéfices dans des provisions contractuelles relatives à des mini-perms (source KPMG, 2009)

De façon corollaire, le contractant public a tout intérêt à s'impliquer financièrement dans les montages et ce malgré les tensions budgétaires auxquelles il doit faire face. En effet, plus la part de dette est élevée, plus le surcoût financier du PPP est faible. Il s'agit donc à la fois de réduire le coût de la dette (il est d'autant plus fort que la société projet fait face à des risques significatifs) et d'augmenter au maximum sa part dans le financement. Or mécaniquement, plus élevée est la part de dette, moins est favorable le ratio de couverture du service de la dette. En effet, un pourcentage de dette élevé induit qu'une forte part des ressources dégagées par l'exploitation soit consacrée au remboursement de la dette. Le contractant public doit donc à la fois prendre à sa charge une part des risques qu'aurait précédemment assumé le contractant privé et limiter le poids de la « dette projet ».

Une première solution consiste en des apports de financements par la personne publique contractante elle-même ou par des institutions financières publiques nationales ou internationales (voir encadré 3). Ces apports peuvent se faire sous forme de fonds propres (modèles de cofinancement public-privé), sous forme de dette subordonnée ou encore sous forme de prêts classiques accordés aux conditions de marché. Ces mécanismes ont pour effet d'améliorer les ratios financiers de la société projet et donc de réduire son besoin et son coût de financement.

La réorientation de la politique britannique de PFI vers les « PF2 » amorcée par le rapport du Trésor publié en décembre 2012 (HM Treasury, 2012). Il s'agit de réduire la place de la dette projet, notamment d'origine bancaire (voir figure n°5) en favorisant l'entrée dans le tour de table d'investisseurs de long terme, tels des fonds de pension, des fonds d'investissement à long terme ou même des fonds souverains mais aussi en permettant des prises de participations publiques en fonds propres voire en autorisant la souscription de tout ou partie de la dette de la société projet, notamment lors des opérations de refinancement de celle-ci. Il s'agit de profiter du faible coût des ressources publiques par rapport à celui des fonds privés mais aussi de renforcer le contrôle sur les sociétés projets elles-mêmes à qui il a été souvent reproché d'être insuffisamment transparentes et d'accorder des rendements excessifs sur les capitaux investis par les *sponsors*.

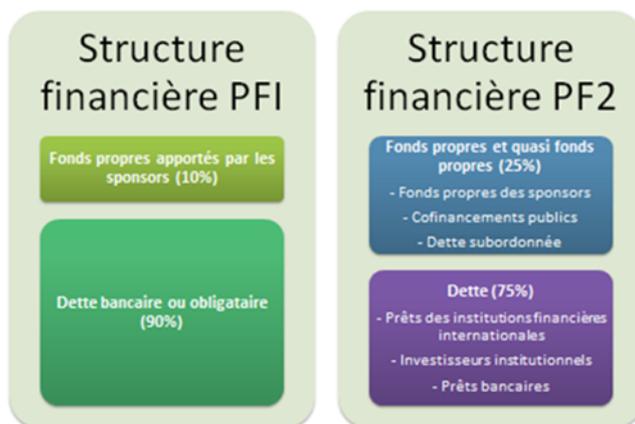


Figure 5 : Evolution des structures de financement entre les PFI et les PF2

Il s'agit en effet de souligner que les taux appliqués début 2013 sur la dette projet des PFI britanniques s'établissaient entre 6,25 et 7,5%. Le coût moyen pondéré des capitaux investis dans ces opérations (apprécié à partir d'un effet de levier de type 10/90 et des taux de rendement exigés par les investisseurs en capitaux propres (National Audit Office, 2012)) était donc de l'ordre de 7,13 ou 8,25%. Dans le même temps, les pouvoirs publics britanniques levaient de la dette à vingt ans à moins de 3,5% (Hellowell, 2013).

La prise de participation publique est donc de nature à réduire le besoin de financement de la société projet et passant le coût financier de l'opération. De la même façon, la réduction induite de l'effet de levier financier (la PF2 table sur une augmentation de la part des fonds propres de 10 à 25%) permet de sécuriser les prêteurs de la société projet dans la mesure où ces derniers constituent un coussin de sécurité en cas de sous-performances de celle-ci qui se traduiraient par une réduction des flux de recettes liées à l'exploitation. Il conviendrait cependant de s'interroger sur l'effet incitatif tant *ex ante* qu'*ex post* de cette prise de participation pour les financeurs tiers. En effet, la présence d'un actionnaire aux ressources *a priori* abondantes et qui ne peut accepter une défaillance de la société en charge du contrat (la personne publique est garante en dernier ressort de la continuité du service) peut les conduire à adopter un comportement de passager clandestin et donc réduire à un niveau sous-optimal leurs incitations à investir dans les opérations

de *due diligence* et de *monitoring*. Se pose également la question du possible conflit d'intérêts pour une entité qui sera à la fois actionnaire et cliente de la société projet.

Une deuxième solution, moins coûteuse en fonds publics, passe par l'octroi de garanties sur le service de la dette ou de garanties sur la perception d'un flux minimal de revenus durant l'exécution du contrat. Ces dernières – qui peuvent passer par la rédaction de *comfort letters*⁹ – ont pour effet de réduire la prime de risque exigée par les souscripteurs de la dette émise par la société projet. En effet, ces derniers bénéficient de la garantie apportée par la personne publique contractante que la société projet disposera de suffisamment de ressources pour faire face à des échéances de remboursements (technique dite *debt underpinning*).

Cependant, si ce mécanisme permet à la personne publique de limiter le coût du financement et donc de faciliter la soutenabilité budgétaire du PPP, il se traduit également par la ré-internalisation d'une part significative des risques. Ce faisant, les gains liés au caractère incitatif du contrat de PPP sont potentiellement minorés (le paiement de la personne publique est garanti que le contractant respecte ou non ses engagements) et un nouveau risque budgétaire apparaît (si les garanties sont appelées). Peu ou prou, il est possible de considérer que la personne publique contractante se substitue aux mécanismes de réhaussement de la note de crédit de la dette levée par les sociétés projets qui ont disparu avec la crise de 2008.

De nombreux Etats ont mis en place à partir de 2009 des mécanismes de garanties additionnels pour apporter – dans des conditions de marché – des prêts aux consortia sélectionnés pour leur permettre d'atteindre la clôture financière. Il ne s'agit pas *a priori* d'une aide d'Etat, devant faire l'objet d'une notification préalable à la Commission européenne, dans la mesure où les conditions d'octroi de prêts seraient identiques à celles que pratiquerait un investisseur privé (en termes de couple risque / rendement)¹⁰. Fut donc créée au Royaume-Uni, la TIFU – *Treasury Infrastructure Finance Unit*, laquelle était appelée à céder ses créances dès lors que la situation des marchés financiers le permettrait. Sa seule mobilisation effective fut le contrat de PFI GMW – Great Manchester Waste – pour lequel elle apporta les 120 millions de £ nécessaires au bouclage d'un contrat de 582 millions.

D'autres types de garanties étaient fournis aux prêteurs quant aux risques de revenus. Il en va par exemple ainsi des garanties apportées pour les infrastructures de transports par la Banque Européenne d'Investissements dans le cadre du programme LGTT (*Loan Guarantee Instrument for Trans-European Transport Network Projects*). La BEI a par exemple soutenu le projet de ligne à grande vitesse SEA (Sud Europe Atlantique), qui a fait l'objet en 2011 d'un montage concessif, non seulement au travers de ce mécanisme de garantie (à hauteur de 200 millions d'euros) mais également au travers d'un apport de 1 milliard d'euros sur un investissement total de 7,8. La dette levée auprès des banques s'élève à 2.4 milliards soit 31%, la dette souscrite par la BEI à 8%, les

⁹ Il s'agit de lettres d'intention par lesquelles des établissements bancaires ou des sociétés d'audit recommandent la souscription de la dette d'une société. Elles attestent de la sincérité des données financières produites par la société considérée.

¹⁰ L'absence d'aide d'Etat est bien entendu discutable en ce que le financement public peut être vu comme une condition *sine qua non* pour permettre le bouclage financier du contrat. Le soutien public peut être analysé comme un moyen de rendre éligible les projets à un investissement privé. Il s'agirait là de pallier une défaillance de marché. Cependant, le critère de l'investisseur privé en économie de marché peut être d'autant plus aisément satisfait que la seule concomitance d'investissements publics et privés dans les mêmes conditions de risque et de rentabilité est considérée comme un critère suffisant.

apports en fonds propres des sponsors à 774 millions, soit 10% des fonds nécessaires. Le solde de 4 milliards (51%) provient à la fois des revenus futurs et des subventions. Le montant des financements publics représente 50 % du montant de l'investissement total. La garantie au titre du LGTT couvre 6.6% de la dette projet, laquelle est déjà couverte à 80% par l'Etat au titre des mesures de relance introduites en février 2009 (EIB, 2011). Entre 2008 et juillet 2011, le programme européen LGTT a ainsi soutenu six opérations de PPP dans les transports, en France, Allemagne, Espagne et au Portugal pour un montant cumulé de 10 milliards €.

Une même logique est en œuvre au niveau français par l'intermédiaire de prêts de la Caisse des Dépôts et Consignations en faveur des PPP dans le domaine des infrastructures, notamment ferroviaires (Quinet, 2012). Les prêts accordés, plafonnés à 25% de la dette (sauf pour le contrat portant sur le contournement Nîmes-Montpellier qui a fait l'objet d'une dérogation portant le taux à 50%), permettent de bénéficier de ressources de maturités bien supérieures à celles des crédits bancaires et de taux bien moindres que les marges de 200 à 300 points de base habituellement appliquées (voir tableau n°1 *infra*).

Encadré 3 : Garanties et soutiens publics directs - exemples britanniques et français

Tableau 1 : financements CDC (source Quinet, 2012)

projet	Prêt de la CDC (M€)	Part dans le financement bancaire	Maturité (années)	Taux (%)	Marge sur Euribor (en bp)
LGV SEA – Tours-Bordeaux (concession, 2011)	757	25	40	4,62 (puis 5,48)	51 (puis 137)
LGV BPL – Le Mans-Rennes (contrat de partenariat, 2011)	254	25	25	4,22	30
LGV CNM – Nîmes-Montpellier (contrat de partenariat, 2012)	521	50	25	3,61	90

Notons également, qu'aux côtés de la dette projet, une seconde forme de dette peut être mobilisée. Il s'agit d'une dette dont le service est garanti par la personne publique contractante. Schématiquement, le besoin de financement du contractant est réduit en facilitant les cessions des créances qu'il détient sur la personne publique et en en augmentant leur valeur au travers d'un engagement de paiement au porteur. En effet, les firmes contractantes peuvent céder leurs créances sur la personne publique à des acteurs financiers. Le prix de cession va naturellement dépendre de l'éloignement temporel de la date d'encaissement mais également de l'incertitude liée à son effectivité, dans la mesure où les flux de paiements ne sauraient être tenus pour acquis dans un contrat incitatif. Si le service n'est pas fait ou si les objectifs de qualité et de performance ne sont pas tenus, le contractant public ne paiera pas à l'échéance. Ce risque n'existe plus, si ce dernier s'engage à régler l'acheteur de la créance quoiqu'il arrive – et s'il se retourne *ex post* contre son propre contractant.

L'existence d'une dette garantie pose indubitablement un problème incitatif. Il est en effet nécessaire que la société projet soit suffisamment maintenue *en risques* pour prévenir un problème d'aléa moral. Apparaît en filigrane un arbitrage entre minimisation du (sur)coût du financement privé et préservation des qualités incitatives du contrat dont la crise affecte substantiellement les termes.

Il s'agit donc d'un mécanisme de *cession de créances acceptée* encadré en France par la loi Dailly. On parle donc de « Dette Dailly » pour la portion de dette pour laquelle le contractant public s'est engagé à payer les échéances au porteur, quitte à demander ensuite un remboursement des sommes à la société projet. Sous l'effet de la crise, le seuil d'acceptation des cessions de créances a été augmenté à quelque 80% des parts de financement et d'investissements des flux de remboursements. Dans la mesure où cette dette ne supporte plus les risques liés à l'exécution du contrat, son taux est bien plus attractif que celui de la dette projet. Non seulement le plafond de cessions de créances acceptées a considérablement cru depuis 2008 mais dans de nombreux cas, la dette projet elle-même a disparu, les montages étant bouclés par le seul recours aux fonds propres, aux subventions publiques et à la dette Dailly (Dupas et al., 2012).

Notons, cependant, que si cette dette s'est quasiment substituée à la dette projet dans le cas français, elle a connu elle aussi une élévation des *spreads* inattendue pour une dette théoriquement sans risque atteignant 180 points de base en 2009. En septembre 2012, ces *spreads* s'élevaient de 200 à 250 points de base. Le niveau de cette prime de risque qui traduit non seulement la défiance des marchés vis-à-vis de la dette souveraine mais aussi l'élévation des coûts de refinancement bancaires, notamment sous l'effet de la mise en conformité avec les ratios prudentiels « Bâle III », pose plusieurs problèmes. Tout d'abord, si elle est encore supportable, c'est que les taux d'intérêts sont à un niveau historiquement faible. Une élévation des taux pourrait avoir de lourdes conséquences au regard du niveau des primes de risque appliquées. Ensuite, le durcissement de ces conditions de financement frappe particulièrement les collectivités locales pour lesquelles l'accès au financement est bien plus difficile et coûteux.

Ces interventions, comme l'illustre le tableau n°2 *infra* tiré de Quinet (2012), ont néanmoins pour effet de réduire le risque porté par les investisseurs, de limiter le besoin de ressources bancaires coûteuses et donc de réduire le coût global du financement privé. En ce, elles ont permis de pérenniser le modèle des PPP malgré la crise.

Tableau 2 : Impact des mécanismes de garantie sur le coût de financement des PPP (source Quinet, 2012)

	Protections publiques	Coût moyen pondéré des capitaux investis dans le projet
CMPC de la concession sans soutien public		6,5%
Protection de la société projet contre le risque de trafic	Passage d'un montage concessif à un contrat de partenariat (paiement en fonction de la disponibilité)	-80bp
Protection des prêteurs durant la phase d'exploitation	Acceptation de cessions de créances (Dailly)	-80bp
Prêts publics pour réduire la part des prêts bancaires	Prêts des fonds d'épargne (plafonnement à 25%)	-40bp
CMPC en contrat de partenariat avec soutien public		4,5%

La limitation de la part de la « dette projet » d'origine bancaire dans la dette elle-même est d'autant plus nécessaire que la capacité des banques à apporter des financements de long terme a été paradoxalement entravée par le renforcement des règles prudentielles (critères de Bâle III). Les réponses réglementaires à la crise ont donc pour conséquence de promouvoir un financement

de marché des PPP, plus proche du modèle américain que du modèle français d'avant crise où les financements étaient essentiellement d'origine bancaire. *A priori*, le financement obligataire ne saurait aller de lui-même dans la mesure où de nombreux instruments financiers de réhaussement de la note de crédit ont disparu avec la crise. En outre, le profil de risque des PPP est assez spécifique. En effet, les risques sont concentrés dans les phases de construction et de mise en service des infrastructures et sont très modérés en régime de croisière. Ce faisant, des investisseurs tels des fonds de pension ou des fonds d'assurance qui recherchent moins un rendement élevé que des flux de ressources stables et prévisibles peuvent être tentés de ne s'engager que lors des phases de refinancements.

Les efforts actuels des pouvoirs publics visent à favoriser les investissements de tels acteurs dès la phase initiale en apportant comme nous l'avons vu des garanties qui se substituent aux anciens instruments de marché ou en créant des dispositifs institutionnels spécifiques. Il en est par exemple ainsi au Royaume-Uni avec la *Pension Investment Platform* (PIP) qui a fait l'objet d'un protocole d'accord (*memorandum of understanding*) entre le Trésor et des fonds de pension pour sécuriser leurs investissements dans les infrastructures publiques. Il s'agit de créer une structure d'appui pour permettre à ces fonds d'investir dans les projets de PF2 en leur offrant notamment des ressources d'expertise pour en évaluer les risques. L'objectif est de combler le fossé entre la situation britannique dans laquelle les fonds de pension n'investissent que 1% de leurs avoirs dans les infrastructures contre 8 à 15% dans les cas australiens et canadiens (House of Commons, 2013).

Au-delà des fonds de pension, les financements de long terme peuvent des assureurs. Il s'agit à nouveau de pallier les limitations d'engagement des établissements bancaires et d'orienter l'épargne des ménages vers le financement des infrastructures (Quinet, 2012). Ces montages supposent également un soutien des pouvoirs publics de façon à améliorer la notation de la dette émise par les sociétés projets pour les rendre éligibles aux critères d'investissements des fonds assurantiels. De tels financements occupent une place croissante dans le bouclage des opérations de PPP comme le montre par exemple le cas de la rocade L2 à Marseille à l'automne 2013. Ils sont cependant mis en jeu par les modalités d'application des règles Solvency II qui pourraient à l'instar de la situation des établissements bancaires entraver les investissements de long terme des assureurs. Plus généralement encore, les investissements dits *en capital patient* dans les infrastructures publiques en général et dans les PPP en particulier sont conditionnés à l'évolution du cadre réglementaire européen (voir à ce sujet les propositions de règlement européen relatif aux fonds d'investissement à long terme, publiées en juin 2013).

Conclusion : quelles sont les conséquences de ces évolutions sur le modèle économique des PPP ?

Les débats théoriques autour des PPP se sont souvent structurés autour des questions de l'efficacité intrinsèque des contrats (Bennett and Iossa, 2006) et de celle de leur éventuel opportunisme budgétaire (Maskin et Tirole, 2008). Schématiquement, un PPP ne peut satisfaire au critère de la *Value for Money*, i.e. créer de la valeur pour un investisseur public, si et seulement si les gains liés à son caractère incitatif dépassent le surcoût du financement privé. Une répartition optimale des risques résulte d'un équilibre entre transferts des risques au contractant et primes de risques exigées par les apporteurs de ressources financières. Dans le contexte financier favorable

dans le cadre duquel les PPP se sont développés, un transfert de risques significatif vers les contractants pouvait être réalisé sans que cela ne se traduise par des coûts financiers exorbitants. Avec la crise, le coût financier des PPP s'est significativement et structurellement accru. Soit la société projet lève une dette grevée par des taux plus élevés, soit elle accroît la part des fonds propres. Dans les deux cas, le coût moyen pondéré des capitaux investis augmente au risque de compromettre la viabilité du montage partenarial.

L'ensemble des solutions mises en œuvre, en France, au Royaume-Uni et dans l'ensemble des pays européens, est passé par une ré-internalisation d'une partie des risques par le contractant public. Cette ré-internalisation peut se faire par les clauses contractuelles elles-mêmes (allocation des risques entre les parties, dispositifs de partage ou de plafonnement de ceux attribués au privé) ou par des mécanismes de participation ou de garanties financières visant à réduire les risques pris par les apporteurs de ressources externes.

Sous un certain angle, cette ré-internalisation, notamment sous la forme de clauses de garanties sur le service de la dette, fait courir des risques budgétaires additionnels au secteur public. Ces derniers sont d'autant plus malvenus qu'il s'agit d'engagements conditionnels imparfaitement transcrits dans les comptes publics. De tels risques contribuent potentiellement à accroître la défiance des marchés par rapport à la qualité de la signature publique. Sous un autre angle, il est possible de considérer que le contexte financier de 2001-2008 a constitué une parenthèse des plus spécifiques et que les montages actuels reposent sur des bases bien plus raisonnables en matière de décisions de recours à des PPP et surtout en matière de répartition des risques (Marty et Voisin, 2006).

Ainsi, il est possible de lire autrement les évolutions en cours. Les garanties publiques apportées constituent certes des risques budgétaires mais sont de mieux en mieux reconnues dans les comptes publics (les nouvelles normes établies par l'*International Public Standard Accounting Board* sur les *Service Concession Arrangements* ou les procédures de provisions pour risques liées aux garanties intégrées dans les lois de finances chiliennes participent de cette logique). Ensuite, la ré-internalisation des risques se fait également sous l'étroite surveillance des marchés. En effet, la dette émise dans le cadre des PPP étant peu ou prou garantie par la personne publique contractante, la notation financière de la dette levée par la société projet dépend de celle de sa contrepartie publique... De ce fait, la collectivité publique à l'origine du PPP est incitée à s'assurer de la raisonnable des risques pris par rapport à sa propre situation budgétaire et donc, dans le même temps, de la répartition des risques dans le contrat lui-même. De plus, les cofinancements public-privé sont légitimes pour les grands projets d'infrastructures se caractérisant par un rendement social supérieur au rendement appropriable par un opérateur économique donné. A ce titre, un financement privé pur peut s'avérer illusoire et la plus forte implication publique peut être vue comme un retour à des conditions normales de financement en présence d'effets externes.

Les impacts de la crise sur les conditions de financement des PPP ont donc des effets ambivalents. Ils favorisent un certain réalisme dans l'allocation des risques et dans la conception des projets. Ils conduisent à souligner l'intérêt d'éviter des phases de négociations trop longues (pour éviter des évolutions négatives des marchés financiers) et mettent l'accent sur la nécessité de prévoir des phases de renégociations pour faire évoluer le montage financier des contrats.

Références

- Arrow K. J. et Lind R., (1970), “Uncertainty and the Evaluation of Public Investment Decisions”, *American Economic Review*, volume 60, n°3, pp. 364-378.
- Bennett J. et Iossa E., (2006), “Building and Managing Facilities for Public Services”, *Journal of Public Economics*, volume 90, pp. 2143-2160.
- Bezançon X., (2004), *2000 ans d'histoire du partenariat public-privé pour la réalisation des équipements et services collectifs*, presses de l'Ecole Nationale des Ponts et Chaussées, Paris, 285p.
- Blanc-Brude F., (2013), *Towards Efficient Benchmarks for Infrastructure Equity Investments. A review of the literature on infrastructure equity investment and directions for future research*, EDHEC-RISK Institute, January, 86p.
- Blanc-Brude, F. Goldsmith, H. et Vällilä, T. (2009), “A comparison of construction contract prices for traditionally procured roads and PPPs”, *Review of Industrial Organisation*, volume. 35, n°1 & 2, pp.19-40.
- Burger P., Tyson J., Karpowicz I. et Coelho M.D., (2009), “The Effects of the Financial Crisis on Public-Private Partnerships”, *IMF Working Paper*, n° 09/144, 24p.
- Christophe J., Marty F. et Voisin A., (2007), « Le financement des contrats de partenariats public-privé », *Contrats Publics – L'actualité de la commande et des contrats publics*, avril, pp. 28-35.
- Cuttaree V. et Mandri-Perrott C., (2010), *Public-Private Partnerships in Europe and Central Asia – Designing Crisis-Resilient Strategies and Bankable Projects*, World Bank, 140p.
- Delmon J., (2010), *Partenariats public-privé dans le secteur des infrastructures*, PPIAF, Banque Mondiale, 156p.
- Dewatripont M. et Legros P., (2005), “Public-Private Partnerships: Contract Design and Risk Transfer”, *European Investment Bank Papers*, volume 10, n° 1, pp. 121-145.
- Domberger S. et Jensen P., (1997), “Contracting out by the Public Sector: Theory, Evidences, Prospects”, *Oxford Review of Economic Policy*, volume 13, pp. 67-78.
- Dupas N., Gaubert A., Marty F. et Voisin A., (2012), « Les partenariats public-privé post crise financière. Evolution des conditions de financement des contrats et répercussion sur l'allocation des risques », *Gestion et Finances Publiques*, n°1-2012, janvier, pp. 51-59.

Dupas N., Marty F. et Voisin A., (2013), « Maturité des financements et contrats de partenariats public-privé : les enjeux du refinancement à mi-parcours », *Politiques et Management Public*, volume 30, n°1, janvier-mars, pp. 113-130.

Engel E., Fisher R. et Galetovic A., (2007), “The Basic Finance of Public-Private Partnerships”, *NBER Working Paper*, n°13284, 52p.

European Investment Bank, (2011), *Loan Guarantee Instrument for TEN-T Projects – Mid-Term Review 2011*, Luxembourg, July.

Faquharson E., Torres de Mästle C., Yescombe E.R. et Encinas J., (2011), “How to engage with the private sector in public-private partnerships in Emerging markets?”, PPIAF, The World Bank, 178p.

Flyvberg B., (2009), “Survival of the unfittest: Why the worst infrastructure gets built – and what we can do about it”, *Oxford Review of Economic Policy*, volume 25, n°3, pp.344-367.

Guasch J.L., (2004), *Granting and Renegotiating Infrastructure Concessions*, World Bank, Washington D.C.

Hart, O. (2003). “Incomplete contracts and public ownerships: Remarks and application to public-private partnerships”. *The Economic Journal*, vol. 113 (486), March, pages C69-C76.

Hellowell M., (2013), “PFI redux? Assessing a new model for financing hospitals”, *Health Policy*, *forthcoming*

Her Majesty Treasury, (2011), *PFI Signed Projects*, March.

Her Majesty Treasury, (2012), *A new approach to public private partnerships*, London.

House of Commons, (2013), *Infrastructure Policy*, Note n° SN/EP/6594, October.

KPMG, (2009), *The Use of Mini-Perms in UK PFI: Passing fad or here to stay?*, June, 16p.

Laffont J.-J. et Tirole J., (1993), *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, MIT Press.

Lüder K., (1994), “The ‘Contingency Model’ Reconsidered : Experiences from Italy, Japan and Spain”, in Buschor E. and Schedler K., (eds.), *Perspectives on Performance Measurement and Public Sector Auditing*, Bern, Paul Haupt Publishers.

Lyonnet du Moutier M., (2006), *Financement sur projet et partenariats public-privé*, EMS, Paris, 317p.

Marty F., (2007), « Partenariats public-privé, règles de discipline budgétaire, comptabilité patrimoniale et stratégies de hors bilan », *Document de travail OFCE*, n° 2007-29, octobre, 48p.

Marty F. et Voisin A., (2006), « L'évolution des montages financiers des PFI britanniques : La montée des risques », *Revue Française de Finances Publiques*, n° 94, mai, pp.107-120.

Marty F. et Voisin A., (2008), « Partnership contracts and information asymmetries: from competition for the contract to competition within the contract? », *Document de travail OFCE*, n° 2008-06, février, 29p.

Marty F., Trosa S. et Voisin A., (2006), *Les partenariats public-privé*, Repères – La Découverte, Paris.

Maskin E. et Tirole J., (2008), “Public-Private Partnerships and Government Spending Limits”, *International Journal of Industrial Organization*, 26 (2), March, pp. 412-420.

Mougeot M. et Naegelen F., (2007), “Was Chadwick Right?”, *Review of Industrial Organisation*, volume 30, number 2, march, pp.121-137.

National Audit Office, (2006), *Update on PFI debt refinancing and the PFI equity market*, HC 1040, session 2005-2006, April.

National Audit Office, (2010a), *Ministry of Defence – Delivering multi-role tanker aircraft capability*, session 201-2011, March.

National Audit Office, (2010b), *Financing PFI projects in the credit crisis and the Treasury's response*, HC 287, session 2010-2011, July, 34p.

National Audit Office, (2010c), *Procurement of the M25 – Private Finance Contract*, HC 566, session 2010-2011, November, 37p.

National Audit Office, (2011), *Lessons from PFI and other projects*, HC 920, session 2010-2012, April, 31p.

National Audit Office, (2012), *Equity Investment in Privately Financed Projects*, HC 1792, session 2010-2012, February, 36p.

Quinet A., (2012), « Le financement des infrastructures », *Revue d'Economie Financière*, 4-2012, pp.201-219.

Rochet J.-C. et Martimort D., (1999), « Le partage public-privé dans le financement de l'économie », *Revue Française d'Economie*, volume 14, n°3, pp. 33-77.

Skelcher C., (2005), “Public-Private Partnerships and Hybridity”, in Ferlie E., Lynn L.E. Jr. and Pollitt C. (eds), *The Oxford Handbook of Public Management*, Oxford University Press, pp. 347-370.

Standard & Poor's, (2007), *Anatomy of Construction Risk: Lessons from a Millennium of PPP Experience*

Vinter G.D., (2006), *Project Finance: A Legal Guide*, Thomson, Sweet & Maxwell.

Yescombe E.R., (2007), *Public-Private Partnerships: Principles of Policy and Finance*, Butterworth-Heinemann, Londres.