

# FINANCEMENT DES PPP : “LE MARCHÉ EST UN PEU CONFINÉ”



**David Prémat**

Avocat à la cour,  
Associé



**Daniel Zerbib**

Avocat à la cour,  
Associé

Clifford Chance

La structuration financière actuelle des contrats de partenariat ainsi que la tendance des donneurs d'ordre publics à choisir le moins-disant dans de cadre des procédures d'appel d'offres, constituent un frein à l'innovation, et pourraient paradoxalement mettre en risque la personne publique.

## INTERVIEW

### ■ Sur quels projets avez-vous travaillé ou travaillez-vous actuellement ?

En matière de PPP au sens large, c'est-à-dire englobant les contrats de partenariat, les concessions et formules assimilées, nous travaillons sur tous les projets autoroutiers et sur tous les contrats dans le domaine ferroviaire lourd et léger, notamment CDG Express, Perpignan-Figueras, Lyon-Turin, GSM-R, LGV SEA, le tramway de Reims et le tram-train de la Réunion, ainsi que sur les principaux aéroports. Hors infrastructures de transport, nous avons travaillé et travaillons sur des contrats de partenariat “bâtimentaires”, notamment les prisons et quelques hôpitaux, mais ne souhaitons pas nous dis-

perser sur des projets sans grande envergure. Côté financement, spécifiquement, nous avons récemment été conseils sur des opérations de refinancement emblématiques comme Eurotunnel aux côtés des prêteurs, le viaduc de Millau ou la dette de la SANEF aux côtés des prêteurs et des monolines.

### ■ Quels sont, selon vous, les freins au développement des contrats de partenariat ?

Souvent, les personnes publiques ne prennent pas la mesure des difficultés et ne sont pas organisées, en interne et en externe, pour mener à bien des projets de cette complexité, qui nécessitent de connaître les pratiques de marché, en termes techniques, juridiques et financiers. L'incapacité, par exemple, du ministère de la défense à faire avancer les projets en PPP autres que de simples gendarmeries est à cet égard assez révélatrice. Il faut bien reconnaître, par comparaison avec d'autres pays dans lesquels nous travaillons, un certain amateurisme en France en ce domaine.

Ensuite, les PPP suscitent un engouement important de la part de tous – sponsors, prêteurs, conseils – qui peut conduire à des prises de risques inconsidérées et des rémunérations ne reflétant pas véritablement les coûts ni les risques. Une telle économie n'est pas saine à moyen terme, car elle peut conduire à exclure de ce secteur les acteurs qui n'ont pas les reins assez solides pour supporter de tels risques ou pertes, mais également, à l'inverse, ceux – souvent les plus professionnels – qui préfèrent se concentrer sur des activités rentables où leurs efforts sont justement rémunérés.

En troisième lieu, la procédure est encore trop souvent longue, et la crainte de contentieux conduit les personnes publiques à se focaliser sur un respect formel du principe d'égalité entre les candidats plutôt que sur une optimisation des projets et des offres, ce qui appauvrit l'apport



du dialogue compétitif. De même, l'évaluation préalable imposée, qui n'est pas dans son principe une mauvaise idée, est souvent un exercice assez artificiel consistant à comparer une formule de contrat de partenariat (à laquelle on ne peut recourir que lorsque l'on ne connaît pas la solution adaptée aux besoins de la personne publique) à des formules classiques que l'on ne peut pas, la plupart du temps, se permettre en termes budgétaire. En d'autres termes, il faut comparer une formule que l'on ne connaît pas avec une autre dont on ne veut pas...

#### ■ Quels sont les aspects techniques qui demeurent délicats ?

La puissance publique demande de plus en plus fréquemment une couverture des taux au moment de la signature des contrats. Sachant que le contrat de PPP peut, in fine, ne pas être approuvé ou être attaqué et que des recours sont également possibles contre les permis de construire, les investisseurs en fonds propres et les banques prêteuses doivent souvent se résigner à supporter les coûts de débouclage des instruments de taux souscrits en cas de survenance de ce risque, dont ils n'ont généralement pas la maîtrise. Dans ces cas, leur seul espoir d'indemnisation repose sur une jurisprudence fluctuante et pas toujours claire. De notre côté, nous essayons de convaincre les personnes publiques, dans le cadre du dialogue compétitif, de porter le risque de taux jusqu'à la date de commencement des travaux, ou bien un peu plus tôt, lorsque les recours sont totalement épuisés, afin de maintenir un équilibre satisfaisant pour toutes

*“Si la société de projet n'est pas robuste et si elle est mise en risque, la situation peut devenir très tendue. En réalité, en se montrant trop sévère, la personne publique se fragilise elle-même.”*

les parties. Le système de cession de créances Dailly prévu par l'ordonnance de 2004, par laquelle la personne publique s'engage de façon “irrévocable” à payer aux banques une part importante de l'investissement de l'actif dès lors qu'il est réalisé, est proche du régime de droit commun mais pose quelques problèmes d'interprétation lorsqu'il s'agit d'évaluer sa robustesse par rapport à ce régime de droit commun. En particulier :

– l'engagement “irrévocable” de payer la créance cédée est incorporé dans le contrat de partenariat auquel les banques ne sont pas parties. Il en ressort que la faculté des banques à faire valoir leur droit contre la personne publique repose à titre principal sur les dispositions de la loi qui demeure imprécise. Il faut donc tenter d'aménager leurs droits dans le cadre d'une convention tripartite directe avec la personne publique, qui n'est pas souvent acceptée ;

– dans le nouveau système, le caractère “irrévocable” de la cession de créances est moins clair : la loi fait directement référence à l'impossibilité d'opposer l'exception de compensation alors que dans le régime de droit commun toutes les exceptions sont, en principe, inopposables par le débiteur de la créance. Même s'il faut sans doute voir dans cette rédaction un exemple donné par le législateur plutôt qu'une limitation des exceptions inopposables, le traitement de l'exception de nullité du contrat de PPP est plus compliqué puisque l'engagement “irrévocable” est incorporé dans le contrat frappé de nullité. Sur ce point comme sur d'autres, la loi mériterait d'être clarifiée.

## Das Kapital? C'est une revue sur l'asset management?

[www.revuebanelibraison.com](http://www.revuebanelibraison.com)

La librairie spécialisée dans la banque et la finance



### ■ Les critiques quant à la rentabilité de ces montages sont nombreuses, quelles en sont les causes ?

Ces contrats ne permettent pas de concevoir une structuration du financement réellement intéressante ou rémunératrice pour les banquiers. En période d'exploitation, sur une part importante de l'investissement, le paiement de la personne publique devient "irrévocable" du fait du mécanisme de cession Dailly mentionné précédemment, et n'est pas rémunérateur pour les banques. Ces dernières n'ont pas nécessairement envie de garder les tranches de dettes adossées à ces cessions Dailly dans leurs livres, qu'elles refinancement souvent sur le marché des obligations foncières.

De plus, le montant de ces opérations n'est pas encore très élevé par rapport à ce que l'on a pu voir au Royaume-Uni – les projets d'hôpitaux en France ne dépassent pas 250 millions d'euros. Si l'on prend l'exemple d'un projet à 50 millions d'euros, dont 80 % de cession Dailly acceptée, la tranche de dette non adossée à la cession Dailly est très faible en montant, ce qui rend sa syndication plus compliquée.

Par ailleurs, au Royaume-Uni, des opérations importantes se financent sur les marchés de capitaux, avec en général un rehaussement de crédit fourni par des assureurs *monoline*. En France, la dette bancaire est privilégiée. Il est vrai que l'intérêt de demander aux *monolines* d'apposer leur garantie "AAA" pour faire baisser les coûts de financement d'un PPP est limité : ils sont déjà très bas, du fait de cette cession Dailly et du risque de crédit "AAA" qu'elle offre aux banques sur une part importante de la dette en période d'exploitation. Ce mécanisme, s'il tire les coûts vers le bas du point de vue de la puissance publique, tout en l'exposant au risque de devoir payer une partie importante de l'investissement pour un actif potentiellement inutilisable même en cas de fin anticipée du PPP, est un frein à l'innovation en termes de structuration de financement. Le marché est donc un peu confiné, et c'est dommage.

Du point de vue des investisseurs en fonds propres, le point d'équilibre pour présenter des offres financièrement compétitives aboutit à des financements à très fort levier financier et des taux de rentabilité espérés dans les PPP sensiblement inférieurs à ceux qui ont pu être pratiqués récemment sur le marché du LBO.

Cette compétitivité financière n'est toutefois pas sans risque pour la personne publique car la combinaison de son engagement "irrévocable" de payer une part importante de la dette et le fort effet de levier ne laisse au partenaire privé qu'un faible coussin de sécurité pour absorber ses défauts de performance ou les conséquences de la survenance de risques exogènes, ce qui ne manque pas d'affecter la robustesse de ce dernier.

### ■ N'est-ce pas lié à la jeunesse du marché ?

En France, nous disposons des outils établis pour financer les opérations britanniques. Nous mettons des concessions en place depuis plus d'un siècle. C'est l'approche des contrats de partenariat qui est différente : la puissance publique, qui est censée choisir le mieux-disant, choisit dans les faits le moins-disant, alors que l'évaluation préalable au lancement du projet, qui n'est d'ailleurs pas communiquée aux candidats, est réalisée en prenant l'hypothèse que la personne publique n'est pas sous contrainte budgétaire.

### ■ Cet état de fait peut-il évoluer ?

Ce marché n'est pas très bien parti et il est appelé à évoluer. Les contrats sont trop souvent calqués sur ceux des concessions dans des secteurs éprouvés, mais dans le cas des concessions, les risques sont compensés par des opportunités de gains importantes, notamment du fait du trafic et de la politique commerciale. Avec le PPP les loyers sont fixes, il n'y a pas de possibilité de gagner davantage, sauf gains minimes de productivité, mais on est certain de gagner moins ou de perdre si les performances sont insuffisantes ou si des risques exogènes surviennent. Si la société de projet n'est pas robuste et si elle est mise en risque, la situation peut devenir très tendue. En réalité, en se montrant trop sévère, la personne publique se fragilise elle-même. En cas de faillite de la société de projet, la partie de la dette adossée à la cession Dailly en période d'exploitation devra être acquittée. Une nouvelle mise en concurrence s'avérerait coûteuse. Elle court également le risque de ne pas attirer de nouveaux compétiteurs voire de donner des signaux de marché très négatifs.

Notre position a toujours consisté à dire que les PPP doivent fonctionner comme de véritables partenariats et il faut donc que chacune des parties prenantes comprenne les contraintes des autres. Baisser le coût de financement par le biais d'une cession de créance acceptée importante peut se justifier, lorsque les risques pris par le partenaire sont raisonnables. Lorsque les risques sont trop importants, ce qui est généralement le cas, soit le coût augmente du fait de l'apport en fonds propres, soit la robustesse de la société de projet en pâtit, et les clauses du contrat deviennent alors lettre morte. En d'autres termes, les personnes publiques devraient veiller à ne pas se "faire plaisir" en transférant des risques qui ne sont pas en réalité couverts par le partenaire. ■