

Les perspectives du modèle partenarial dans le cadre d'une nouvelle donne financière

Les nouvelles conditions de financement des arrangements partenariaux se caractérisent par une plus forte part de fonds propres, par le relais de financements obligataires et par des prêts et garanties apportés par les États et les institutions financières multilatérales.

A. De la *Private Finance Initiative* à la PF2

La pérennité même du recours à des montages partenariaux a pu être mise en cause au Royaume-Uni en regard des évolutions contraires du coût de la dette souveraine et du coût de la dette levée par les sociétés de projet. Tout d'abord, les taux longs sur la dette souveraine sont à leur plus bas historique. Ainsi, il a pu être

démontré qu'un investissement d'un milliard de Livres financé en PFI induit une charge de remboursement équivalente à celle de 1,7 milliard emprunté directement sur les marchés (House of Commons, 2011). En d'autres termes, si l'on fait l'hypothèse qu'un PPP n'entraîne pas de gains d'efficacités additionnels, le coût d'opportunité du financement privé s'établit à quelques 42%. Les PFI sont donc soumises à un effet de ciseau dont une lame tient à la baisse du coût de la dette publique (3,30% à 20 ans en octobre 2013) et l'autre à la croissance du coût du financement privé (Marty et Spindler, 2013). En effet, le taux de la dette levée pour les PFI s'établissait en 2012 aux alentours de 7% (National Audit Office, 2012). En faisant l'hypothèse d'un bras de levier 10/90 et d'une rémunération des fonds propres de l'ordre de 15%, le coût moyen pondéré des fonds dans un montage de PFI britannique pouvait atteindre 8% (Hellowell, 2013).

Dans cette logique, le gouvernement britannique a entrepris une refonte de la politique de PFI avec le lancement de la PF2 (HM Treasury, 2012). Celle-ci repose sur le triptyque suivant : réduction de la part du financement d'origine bancaire au profit de fonds assurantiels et souverains, augmentation de la part des fonds propres et modification du périmètre des contrats (reprise en charge de certains risques par la personne publique et exclusion de certaines prestations du contrat de PPP).

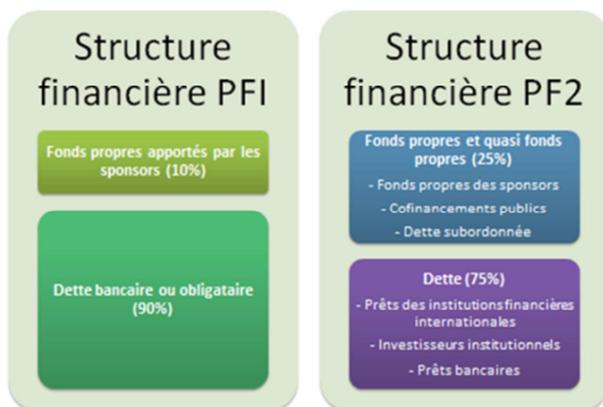


Figure 14 : modèle de financement des PF2 britanniques

L'un des principaux objectifs de la PF2 concerne la substitution de financement venant de fonds de pension ou de fonds d'investissements à la dette d'origine bancaire. Un accord cadre a été signé avec les fonds de pension britanniques pour les inciter à investir dans les infrastructures. L'objectif de la Pension Investment Platform* lancée en juillet 2012, est de réorienter l'épargne vers les financements longs. Cette structure indépendante vise à atteindre l'objectif d'un investissement de 20 milliards £ en 10 ans alors qu'au Canada et en Australie les fonds de pensions investissent de 8 à 15% de leurs disponibilités dans des fonds d'infrastructure, ce taux n'est que de 1% au Royaume-Uni (Bardens et Rhodes, 2013). Il s'agit de lever les obstacles à de tels engagements, dont l'origine est attribuée à l'absence de capacités internes à mener une évaluation des risques.

Le deuxième volet de la nouvelle politique britannique de PF2 s'attache également à la réduction de la dépendance aux financements bancaires. Le Trésor propose d'augmenter significativement la part des fonds propres dans les montages financiers. Cependant, l'accroissement de la part de fonds propres n'est pas une opération neutre en matière de coût moyen pondéré des capitaux investis. Le passage d'un bras de levier 10/90 à un bras de levier 25/75 induit le passage du coût de financement entre 7 et 8,5% (Hellowell, 2013) sachant que le taux de la dette publique britannique est à 3,30%. En termes positifs, une telle exigence permet de limiter l'importance du recours aux crédits bancaires et d'accroître la robustesse du montage dans la mesure où ces fonds propres permettent de servir de tampon en cas d'évolutions défavorables, qu'il s'agisse d'une baisse de trafic ou de l'application de pénalités contractuelles. En termes négatifs, une telle exigence conduit à accroître le coût de l'opération et peut se traduire par une réduction de la concurrence pour le marché dans la mesure où des firmes peuvent avoir des capacités d'engagement limitées (OCDE, 2013). Dans ce contexte, mettre en place une concurrence pour le financement en fonds propres peut être difficile et affecter les incitations qui s'exercent sur les entreprises du consortium. Les propositions britanniques de prises de participations publiques directes pour une part de 25 à 49% (HM Treasury, 2012) permettraient toutefois de réduire drastiquement le coût du financement. Pour reprendre l'exemple numérique de Hellowell (2013), une part de 25% de fonds

propres publics ramène le coût du financement à 7,5% et une part de 49%, le fait baisser jusqu'à 6,6%.

Une troisième dimension de l'évolution proposée par la PF2 tient à la réallocation de certains risques habituellement portés par le partenaire privé vers le partenaire public. Il en est ainsi des risques liés aux variations de coût des fluides (gaz, électricité, etc...) et des coûts d'assurance. Il s'agit pour le second point d'un retournement par rapport à l'approche traditionnelle des PPP qui induisait la fin de l'autoassurance des actifs publics par l'Etat. De la même façon, le périmètre des PF2 est redéfini vis-à-vis de celui des PFI au travers de l'exclusion du contrat de prestations relevant du facilit\$ management. Non seulement, il est possible d'organiser des mises en concurrence périodique de ces prestations « détachables » du contrat principal (elles ne se caractérisent guère par des effets externes par rapport au reste du contrat) mais il ressort en outre des évaluations réalisées par la cour des Comptes britannique, le National Audit Office, que la performance réalisée par les contrats de PFI en cours d'exécution est souvent perfectible dans ce domaine (Marty et Spindler, 2013).

B. Un financement par un « capital patient » ?

Comme le montre la PF2, un des effets paradoxaux de la crise de 2008 et du durcissement induit des règles de prudence bancaire tient au retour des modes de financement désintermédiés³⁴. Le financement des PPP par émission de titres obligataires connaît un retour en grâce comme en témoignent par exemple les cas allemand et français (EPEC, 2013). Si ce mode de financement présente l'intérêt d'une maturité plus longue que les prêts bancaires (évitant ainsi les refinancements en cours de contrat) et de taux d'intérêt plus faibles, il n'en demeure pas moins qu'il induit des difficultés propres tenant par exemple à une moindre flexibilité en cours d'exécution des contrats (si une renégociation suppose un ajustement de la structure financière) ou encore à des coûts de transaction additionnels, liés à la nécessité de faire noter l'émission par une ou deux agences de notation financière.

³⁴ Les critères applicables aux banques (Bâle III) apparaissant comme plus restrictifs que ceux régissant l'activité des assurances (Solvency II).

Le financement des PPP cinq ans après le déclenchement de la crise financière ouvre de nouvelles perspectives sur le financement des infrastructures publiques. En effet, alors que la France se caractérise par un taux d'épargne particulièrement élevé, les ressources ne vont que très marginalement vers le financement à long terme de l'économie réelle. Si l'on considère que les PPP constituent une classe d'actifs présentant un profil de risque attractif sur le long terme, il est possible de considérer que des investisseurs ayant des engagements de passif avec un horizon long peuvent y investir notamment à l'occasion de refinancements, une fois les risques initiaux de la période de construction levés, voire dès la signature du contrat.

Si le développement des montages de PPP correspond au modèle de financement sur projet, particulièrement affecté par la crise, à l'instar de tous les schémas de financement à fort effet de levier financier, il n'en demeure pas moins que le profil de risque de ces montages s'avère toujours attractif pour les investisseurs, comme le montre l'encadré infra tiré d'une étude réalisée par Moody's.

L'agence de notation Moody's (2013) a analysé plus de 4000 contrats réalisés par l'intermédiaire de financement sur projet entre 1983 et 2011. Il en ressort que les montages de PPP se distinguent par un profil de risque particulièrement attractif pour les investisseurs de long terme.

À partir d'un échantillon de 4067 projets représentant 53,6% des opérations réalisées en financement sur projet entre 1983 et 2011, Moody's a réalisé une analyse des défauts en fonction des critères de Bâle II. En règle générale, ces montages apparaissent comme des « actifs » attractifs pour les investisseurs. Une fois la phase initiale (construction / mise en service) réalisée, le risque de défaut décroît significativement et s'établit au niveau d'une dette notée A. En d'autres termes, les mécanismes contractuels mis en place tant *ex ante* qu'*ex post*, qu'il s'agisse de l'évaluation et de la répartition des risques, des mécanismes incitatifs ou des procédures de supervision par les parties prenantes contribuent à limiter les risques de ces montages malgré le fort effet de levier financier et le seul support sur les flux de ressources dégagées par l'exploitation

pour satisfaire au service de la dette. Ces résultats sont particulièrement significatifs pour les contrats portant sur le secteur des infrastructures, lesquels se caractérisent souvent par une demande faiblement élastique, par une situation de monopole naturel et par des revenus prévisibles sur la durée d'exploitation et a priori résilients.

Au sein de cet ensemble les projets de PPP (954 contrats) se caractérisent par un profil plus attractif que la moyenne de l'échantillon et notamment sur les projets portant sur les infrastructures. Le taux de défaut cumulé à dix ans s'établit à 3,9% contre 5,2% pour le sous-ensemble relatif aux infrastructures et 9,3% pour l'ensemble de l'échantillon. À l'instar de l'échantillon global de Moody's, la majeure partie des risques de défaut se concentre lors des premières années du contrat (risque de construction). À l'issue de cette phase, le profil de la courbe de taux de défaut marginal présente un profil encore plus favorable que les prêts notés A, témoignant de l'intérêt de ces contrats pour les investisseurs une fois les risques de construction levés.

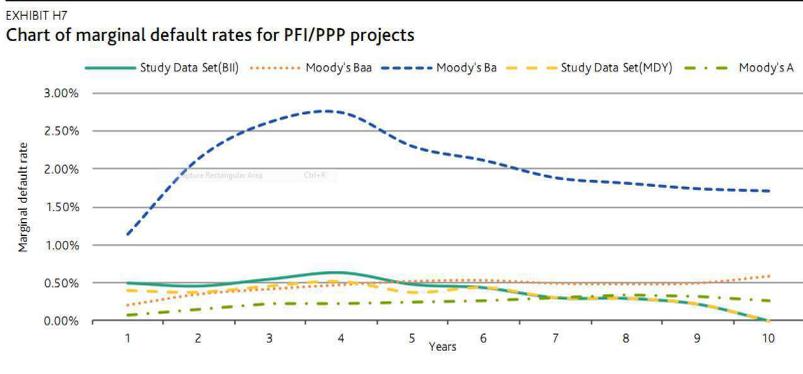


Figure 15 : taux de défauts sur les PPP d'infrastructure

Les montages de financement sur projet des PPP portant sur des infrastructures publiques peuvent présenter de réels intérêts pour des investisseurs de

long terme. Premièrement, la dette est portée par une société projet qui s'isole du risque en reportant les risques sur des sociétés en aval au travers d'un mécanisme d'adossement contractuel. Deuxièmement, la contrepartie qui assure le flux de paiement en faveur de la société projet est une personne publique ; le risque de défaut est donc théoriquement réduit. Troisièmement, les PPP portant sur des infrastructures mettent en jeu une demande inélastique et assurent donc des ressources décorrélées par rapport au cycle économique et bousier³⁵. L'impasse du financement des infrastructures publiques pourrait donc être partiellement levée au travers de l'intervention de fonds d'investissement en infrastructures (fonds de pension, assurance-vie, fonds souverains).

Le financement obligataire permet de suppléer aux limites des capacités de financement des établissements bancaires, de bénéficier de conditions de financement plus attractives et d'une plus longue maturité – prévenant les difficultés et les risques liés aux refinancements à mi-parcours des contrats (Dupas et al., 2013).

Quelles sont les contraintes additionnelles qui doivent être prises en compte ? Tout d'abord, la procédure d'acquisition publique et le bouclage financier des contrats faisant l'objet d'un financement obligataire sont alourdis par rapport à un financement traditionnel de nature bancaire tant en matière de notation que d'incertitude sur les conditions de placement de la dette (EPEC, 2012b). Ensuite, si des fonds de pension ou des assureurs étaient présents dès avant la crise lors des opérations de refinancement de la dette ou de cessions de fonds propres, ce n'était qu'une fois les risques de construction et de montée en puissance levés. Le profil de ces investissements (garantie publique implicite, risques maîtrisés et rendement appréciable) était cohérent avec leurs obligations.

Il était plus rare de voir de tels acteurs investir dès l'origine dans des projets d'infrastructure. Prendre en charge les risques initiaux est d'une part contradictoire avec leur modèle économique, d'autre part, ces fonds ne disposent pas toujours des capacités idoines pour mettre en œuvre les procédures d'obligation de vigilance dans le domaine. En effet, le profil de risques (et donc de rémunérations) propre aux PPP dans le domaine des infrastructures se révèle non linéaire. Une première phase peut

³⁵ La capacité de résilience des investissements en PPP dont les sous-jacents sont des infrastructures peut cependant être discutée (voir Blanc-Brude, 2013).

être attractive pour les investisseurs souhaitant dégager un rendement à court ou moyen terme ; la seconde est plus pertinente pour des opérateurs souhaitant couvrir leurs engagements de paiements vis-à-vis des épargnants. Les investisseurs susceptibles de prendre en charge les risques de construction et de mise en service peuvent cibler des rendements élevés (taux de rendement interne sur les capitaux investis de plus de 15%) au travers de la cession des parts de fonds propres sur le marché secondaire. Les fonds de pension, comme le montre l'expérience canadienne, sont traditionnellement susceptibles d'investir dans la seconde période au travers des opérations de refinancement ou du rachat de ces parts de fonds propres sur le marché secondaire³⁶.

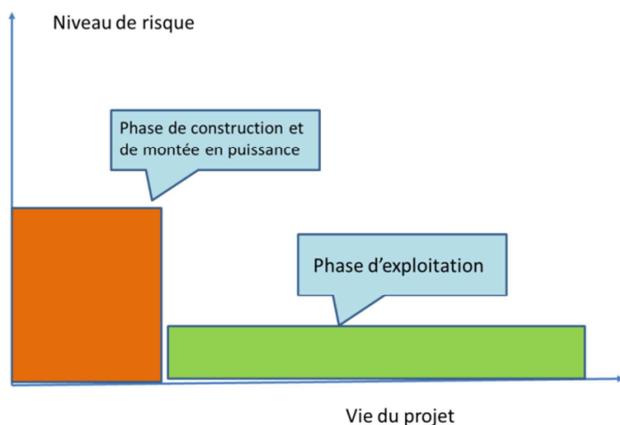


Figure 16 : un profil de risque différencié pour les contrats de PPP

L'arrivée de fonds spécialisés en dette infrastructures, abondés par des fonds de pension et des assureurs, est la grande nouveauté de la période post crise financière. Ces acteurs sont capables de financer en dette obligataire des projets d'infrastructure, y compris pendant la période de construction, à des conditions qui renforcent la concurrence avec le financement bancaire. Même la question de la note

³⁶ Dans le domaine des délégations de service public la cession de 49% des parts du viaduc de Millau par Eiffage à la CDC en 2007 illustre une telle logique.

de crédit minimale de la dette, qui a longtemps constitué un obstacle, a été résolue : les fonds de dette n'exigent plus qu'une note « investment grade » (BBB-). De plus en plus de contrats sont aujourd'hui financés par l'intermédiaire de financements obligataires, telle la rocade L2 à Marseille ou les logements étudiants de l'Université de l'Hertfordshire. Dans le cas du contrat de partenariat de la rocade routière L2, les partenaires privés en charge du financement, de la construction et de l'exploitation de cet actif ont réussi à monter un financement faisant appel à une dette obligataire à taux fixe souscrite par un assureur, couvrant toute la durée du contrat (30 ans), y compris la période de construction. Un tel montage n'aurait pas été possible avec un recours à un crédit bancaire.

De fait, le champ d'action potentiel de ces fonds s'est considérablement étendu. La seule véritable limite aujourd'hui est l'allocation des risques : le risque « trafic » ou « volume » reste un obstacle qui empêche les fonds de dette de financer, par exemple, une concession d'autoroute dès la période de construction. En revanche, la même autoroute financée en contrat de partenariat, dans lequel le risque « trafic » est transféré à l'autorité publique, ne pose aucun problème de financement.

Pendant, l'implication des fonds assurantiers et surtout des fonds de pension doit également être mise en perspective avec les règles prudentielles applicables (Solvency II pour les premiers et le projet de directive européenne pour les seconds). Il est en effet nécessaire que les normes prudentielles ne viennent pas entraver la capacité des fonds d'assurance ou des fonds de pension à investir à long terme dans des projets d'infrastructure.

C. Quelles modalités d'implication publique pour un modèle de financement des PPP ?

Les cofinancements public-privé sont-ils inexorables pour des infrastructures publiques pour lesquelles le rendement social est supérieur au rendement privé ? D'une certaine façon, la crise s'est traduite – ne serait-ce que du fait des difficultés d'accès aux financements – par une réduction du rendement financier que peut dégrader un investisseur privé. Là où un financement sous forme de PPP sans soutien

public additionnel pouvait être suffisant pour déclencher un investissement, il est désormais nécessaire d'apporter un soutien public.

		Rendement économique collectif de l'investissement (dont effets externes)	
		modéré	élevé
Rendement financier « appropriable » de l'investissement	modéré	Ne pas investir	Financement public direct ou PPP avec soutien public additionnel
	élevé	Laissez faire le marché	PPP traditionnel au besoin mais sans soutien public additionnel



Figure 17 : investissement public et investissement privé

Un tel schéma est particulièrement adapté à la question du financement des infrastructures publiques. Outre l'immobilisation d'un capital particulièrement important pour une très longue durée, celles-ci se caractérisent dans certains cas par une situation de monopole naturel et par la production d'externalités positives ne pouvant être tarifées par l'exploitant. Un soutien public est nécessaire pour aligner la rentabilité financière pour l'investisseur privé et la rentabilité socioéconomique du projet (Boissinot et Waysand, 2012).

Pour de nombreux équipements et infrastructures publiques, un financement exclusivement privé est souvent illusoire dans la mesure où il s'agit d'investissements pour lesquels le rendement collectif est supérieur au rendement privé. Du fait de ces externalités positives, le niveau d'investissement « spontané » du privé serait collectivement sous-optimal. Il s'ensuit qu'un support financier public est indispensable. De la même façon, du fait des imperfections des marchés financiers (et de l'impact des règles prudentielles applicables par exemple aux établissements bancaires), il est possible que les investisseurs rechignent à s'engager dans des prêts

de très grande ampleur, de très long terme ou se caractérisant par un risque jugé excessif (par exemple, un risque de trafic pour des montages concessifs). À nouveau, un soutien de la personne publique (sous forme de cofinancement ou de garanties) sera nécessaire pour amener l'investissement à un niveau collectivement souhaitable. Cette configuration se retrouve pour les grands projets d'infrastructures ou pour des projets participants de politiques d'aménagement urbain ou d'attractivités territoriales pour lesquels les flux de ressources dégagés de l'exploitation peuvent ne pas permettre d'amortir l'ensemble des coûts liés à l'actif (Liu et Wilkinson, 2014).

Le soutien financier public peut donc être nécessaire dans plusieurs cas distincts mais convergents (Boissinot et Waysand, 2012). Le premier tient à l'existence d'écarts excessifs entre les flux de ressources qu'il est possible d'espérer dégager de l'exploitation, le deuxième à un écart entre les critères de décision financiers et les valeurs tutélaires utilisées dans les évaluations socioéconomiques et enfin le troisième à une trop forte incertitude pour un investisseur privé quant au rendement potentiel.

La personne publique peut donc appuyer l'investissement privé de façon subsidiaire pour rétablir un équilibre permettant sa réalisation. Dans le cas d'un montage de nature concessive, il serait possible de considérer que les opérateurs privés peuvent être à même de financer une partie des investissements équivalente à la valeur actuelle nette des flux de paiements en provenance des usagers. Une subvention publique est alors nécessaire pour le complément comme le montrent de nombreux contrats de délégation de service public français (la ligne de TGV Tours-Bordeaux dit « Sud Europe Atlantique », dont le coût total avoisine les 8 Mds€, est financée par une subvention publique d'environ 4 Mds€, le reste étant pris en charge par les porteurs privés du contrat de concession). Le soutien peut également être nécessaire dès lors que l'évaluation de la rentabilité du projet par un investisseur privé ne prend pas en considération des externalités (intégrées dans le calcul économique public) ou encore adopte un horizon temporel plus court ou des hypothèses plus restrictives du fait d'une moindre capacité à diversifier les risques entre différents projets (Arrow et Lind, 1970 ; Gollier et Janci, 2010). Les soutiens passant par des garanties publiques visent à répondre aux effets adverses de l'incertitude pour les investisseurs privés. Il s'agit par exemple de réduire l'exposition

de l'investisseur au risque de demande dans des montages de types concessifs (Regan et al., 2011). Il en va ainsi de la garantie LGTT de la Banque Européenne d'Investissement (BEI)³⁷.

Les possibilités de cessions de créances acceptées du type Dailly permettent d'ailleurs de réduire le risque porté par la société projet (Quinet, 2012). L'acceptation par la personne publique (en phase d'exploitation) de la cession de 80% de la créance que détient sur elle la société projet joue également le rôle d'un rehaussement de crédit. En effet, les banques qui vont se porter acquéreuses de ces dernières disposent d'une garantie de paiement de la part de la collectivité publique contractante.

L'ensemble des garanties apportées par le contractant public peut d'ailleurs conduire à la création d'un modèle intermédiaire entre les montages pour lesquels les paiements de la personne publique sont basés sur la disponibilité du service (pas de transfert du risque commercial) et ceux pour lesquels les flux de ressources d'exploitation proviennent de paiements réalisés par les usagers finaux (modèle concessif dans lequel le contractant de l'administration exploite le service à ses risques et périls). Il s'agit de modèles concessifs hybrides reposant sur un partage du risque commercial. Les revenus commerciaux de l'exploitant sont encadrés par un plafond (au-delà duquel les gains font l'objet d'un partage) et par un plancher (induisant de facto une garantie de revenus d'exploitation). Ce faisant, le montage se rapproche d'une logique de prise obligatoire (ou de compensation financière) qui présente l'avantage de réduire drastiquement le risque de défaut sur le remboursement de la dette par la société projet.

Au final, les garanties publiques (celles des collectivités contractantes et des institutions financières multilatérales) fonctionnent – au moins partiellement – comme des substituts aux rehausseurs de crédit d'avant crise. Les dispositifs publics doivent permettre de rendre possibles les investissements dans les projets des fonds des assureurs et ceux des fonds de pension dès le lancement du projet. Comme nous l'avons vu, l'implication de ces derniers dès cette phase ne va pas de soi considérant

³⁷ Si la présence d'un investisseur public au tour de table a pour effet de sécuriser les investisseurs privés, cela est encore plus vrai dans le cas d'une implication d'une institution financière multilatérale dans la mesure où elle offre une garantie additionnelle face au risque politique (Boissinot et Waysand, 2012).

le profil des risques et leur manque d'expertise pour l'évaluation des risques de construction et de montée en puissance (Croce, 2011). Il s'agit en d'autres termes d'accroître implicitement la note de crédit (i.e. de réduire la probabilité de défaut) de la société projet pour rendre sa dette éligible à leurs financements longs. Notons qu'à l'instar des propositions du Trésor britannique pour la PF2, les recommandations d'accroissement de la part des fonds propres participent d'une même logique de sécurisation des prêts. En effet, si la réduction du bras de levier a un premier effet négatif sur le coût du financement (les fonds propres étant mieux rémunérés car plus exposés aux risques), ils servent également de garanties pour les prêteurs de la société projet. La baisse du bras de levier contribue donc à réduire la prime de risque exigée des prêteurs.

Cependant, l'ensemble des mécanismes de garanties publiques ne doit pas avoir pour effet d'isoler entièrement le contractant privé du risque d'exploitation sous peine de vider le contrat de partenariat de son sens en lui faisant perdre son caractère d'arrangement incitatif à prix forfaitaire et en dissuadant les apporteurs de ressources externes à prendre en charge leur rôle d'évaluation de la robustesse du montage et de supervision de l'exécution contractuelle. Il apparaît en effet que pour les apporteurs de ressources externes le caractère sans recours du montage de financement sur projet est l'élément incitatif clé. Dès lors qu'un recours existe – au travers de la garantie apportée par la personne publique – l'incitation à mettre en œuvre des investissements coûteux ex ante et durant toute la durée du contrat disparaît. En d'autres termes, il est nécessaire que tant la société projet que les prêteurs demeurent suffisamment en risque pour que le contrat de PPP puisse permettre l'alignement des intérêts entre les différentes parties prenantes, alignement qui est la condition sine qua non de son efficacité.

Ce souci est d'ailleurs le même pour l'ensemble des initiatives visant à réduire la part de la dette projet dans le montage des PPP. Il n'en demeure pas moins que les difficultés rencontrées pour réunir les financements du fait du resserrement du crédit bancaire conduisent à accepter un arbitrage entre qualités incitatives (théoriques) du contrat et accès à des financements longs. D'ailleurs, au-delà des garanties nécessaires pour attirer des fonds d'investissement, la réduction de la place des financements bancaires peut passer par des injections de fonds propres

publics ou plus fréquemment des prêts accordés par des collectivités publiques ou des établissements financiers parapublics, tels que le fonds d'épargne de la Caisse des Dépôts et Consignations, ou la BEI.

En France, les prêts de la Caisse des Dépôts et Consignations en faveur des PPP dans le domaine des infrastructures, notamment ferroviaires, participent d'une telle logique (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 1).

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

Ces interventions comme l'illustre Tableau 2 tiré de Quinet (2012) ont 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.

Le contrat de partenariat ne met pas seulement en jeu des obligations directes (les flux de paiements annuels, en d'autres termes le lo\$er) ou contingentes (les éventuels appels de garantie) mais aussi des risques connus (tels que ventilés dans la matrice des risques) ou inconnus (risques non inventoriés ex ante et attribués

ex post au fil des renégociations). Il implique des risques explicites (intégrés dans le contrat) et implicites (impliquant l'indispensable renflouement d'un prestataire en difficulté dès lors qu'il gère un service essentiel). Ce dernier risque revenant à un too essential to fail est à prendre en considération dans l'arbitrage économique conduisant à opter pour un partenariat (Corbacho et Schwartz, 2008). Les contrats relatifs à l'exploitation du métro londonien ont fait l'objet d'un tel retour dans le giron public (NAO, 2009) ; il va bien évidemment de même pour des contrats dans le domaine de la santé.

Tableau 2 : impact du soutien public sur le coût financier des PPP

	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%

D. Quels enseignements pour la personne publique ?

L'efficacité économique des contrats de PPP est reliée à deux dimensions économiques distinctes, la première d'ordre financier et la seconde au cadre incitatif construit par le contrat.

La première dimension a donné son plein effet jusqu'en 2008 grâce à un contexte financier particulièrement favorable aux montages à fort effet de levier. Le changement radical et structurel des conditions d'accès à la liquidité longue d'origine bancaire ne remet pas pour autant en cause l'opportunité des PPP sur leur volet financier. En effet, face à des besoins critiques en matière de développement des infrastructures publiques et de financement de la transition énergétique, la capacité des PPP à drainer une épargne longue peut répondre à la difficulté à orienter l'épargne vers des supports susceptibles de financer les besoins à long terme de nos économies³⁸. Le profil de risque des PPP et le faible aléa frappant les flux de ressources dans la seconde phase des contrats peuvent concilier les intérêts des investisseurs à long terme (comme les fonds souverains ou les fonds de pension) et ceux de l'économie dans son ensemble en matière de financement des infrastructures.

La seconde dimension-clé de l'efficacité du contrat de PPP tient au cadre incitatif qu'il contribue à construire. D'une part, il permet de basculer d'une logique de minimisation du coût d'acquisition d'un équipement donné à une logique de maîtrise et d'optimisation du coût global au moins sur l'ensemble de la durée du contrat³⁹, voire sur son cycle de vie, si ce dernier couvre également sa déconstruction. D'autre part, il organise une répartition optimale des risques entre les contractants et crée des incitations à l'efficacité que ne peut permettre de susciter une gestion purement publique.

Il apparaît cependant que les gains des PPP dépendent étroitement de la qualité de la contractualisation initiale et des investissements réalisés par le contractant public pour accompagner l'exécution du contrat. Avec un PPP, le partenaire public voit ses tâches évoluer vers des missions de régulation pour lesquelles il doit se doter des compétences requises à la fois internes et externes. Cela suppose de mettre en place des équipes de suivi pour assurer le dialogue avec le

³⁸ Il convient en effet de noter que la crise a eu un double effet négatif sur les financements de longue durée. D'une part, le resserrement des règles prudentielles pour les banques réduit leur capacité à transformer l'épargne en financements longs (Glachant et al., 2010). D'autre part, l'épargne — qui est vite répartie à la hausse — ne s'oriente que très marginalement vers des supports permettant le financement des investissements de long terme (Lorenzi et Navaux, 2012).

³⁹ Notons que l'un des intérêts majeurs du contrat est de garantir l'entretien des actifs et de prévenir le risque de voir les investissements en maintenance reportés, voire sacrifiés sur l'autel des régulations budgétaires.

contractant et préparer les inévitables renégociations⁴⁰. Cela suppose également de s'entourer de conseils extérieurs. L'ensemble de ces contraintes se traduit bien évidemment par des coûts de transaction significatifs dont il convient de mesurer l'ampleur avant d'opter pour une solution partenariale. Cette dimension conduit à mettre l'accent sur la nécessité, pour les personnes publiques, de disposer de ressources d'expertises et de capitaliser les expériences de façon à réduire les asymétries informationnelles, à mieux sélectionner les projets, à accroître la robustesse des évaluations, à choisir le mode de contractualisation le plus adapté et à mener le dialogue avec les candidats privés.

Il convient également de relever qu'un contrôle des projets au seul niveau de leur évaluation préalable peut poser problème. En effet non seulement, les coûts du public sont mal connus – faute d'une comptabilité de gestion performante – mais l'offre du privé ne l'est plus guère. L'évaluation de la valeur pour le contribuable et de la viabilité budgétaire ne pourra vraiment se faire qu'après la négociation finale qui aura définitivement attribué les responsabilités et la clôture financière du contrat. Il serait préférable de mettre en place une succession d'étapes d'autorisation, de type *gateway process* tel que mis en place en Afrique du Sud (Corbacho et Schwartz, 2008). Il convient néanmoins de reconnaître l'importance des irréversibilités (coûts de transaction, retards induits dans l'investissement public) qui peuvent aller à l'encontre de la mise en œuvre d'une telle procédure.

L'un des principaux apports du contrat de partenariat fut indéniablement la réhabilitation du calcul économique public (Marty et Voisin, 2007). L'exigence d'une évaluation préalable malgré ses limites contribue à éclairer le choix du décideur public, à le rendre transparent (redevabilité de l'action publique) et surtout à lui permettre de dégager l'ensemble des informations clés quant aux risques liés au projet, informations qui sont les dimensions cruciales dans la négociation à venir. Cependant, l'évaluation préalable n'est qu'un des trois temps de l'évaluation que doit mener le décideur public. Le premier tient à l'évaluation socioéconomique du projet et le troisième à la viabilité même des engagements liés au contrat. En matière

⁴⁰ Une gestion conflictuelle, voire contentieuse de la relation de partenariat, peut se révéler contreproductive pour la personne publique bien qu'elle doive rester une menace crédible sous peine de mettre en cause l'effectivité de l'ensemble des clauses incitatives du contrat.

d'évaluation socioéconomique, il s'agit principalement de prévenir le risque de financer au travers de PPP des projets qui ne seraient pas les plus utiles socialement ou de surdimensionner des projets par rapport à ce qui serait optimal dans la mesure où le fonctionnement même du contrat induit un phénomène de lissage budgétaire⁴¹. Ces risques de biais dans les décisions d'investissement⁴² ne concernent pas que les contrats de PPP mais peuvent avoir des répercussions particulièrement dommageables dans leur cas du fait même de leur poids financier. Une réponse a été apportée par l'article 17 de la loi du 31 décembre 2012 de programmation pluriannuelle des finances publiques a étendu l'obligation de réaliser une évaluation socioéconomique préalable qui existait déjà dans le domaine des transports, à l'ensemble des projets d'investissement civils financés par l'Etat, les établissements publics et le secteur hospitalier et sanitaire. En outre, dès que ces projets dépassent un montant d'investissement donné, une contre-expertise est rendue obligatoire. Ce faisant, les avancées en matière d'évaluation socioéconomique des projets publics peuvent permettre de prévenir de tels risques de biais, qu'il s'agisse de projets menés selon des voies traditionnelles ou de projets de PPP.

Ainsi, quel que soit le mode de financement choisi, les évaluations de la valeur pour le contribuable et de la pertinence budgétaire sont essentielles pour une décision publique éclairée. Le cadre comptable et budgétaire dans lequel se déploie

⁴¹ L'effet global du PPP sur le dimensionnement des infrastructures peut être assez ambigu. Il peut également conduire à un surdimensionnement relatif qui peut se révéler positif en termes d'intérêt collectif. Il permet de prévenir le risque de voir le montant des ressources budgétaires immédiatement disponibles (ou la capacité d'emprunt directe) déterminer les caractéristiques de l'investissement. Cela évite de développer des infrastructures qui seront très vite sous-dimensionnées et qui induiront des coûts de congestion. Le PPP permet également d'internaliser une partie des externalités positives liée au projet public en définissant un périmètre qui va permettre à l'exploitant de dégager des revenus commerciaux qui viendront réduire la charge annuelle acquittée par la personne publique. À l'extrême, le surcroît de financements disponibles lié au montage partenarial peut permettre de prendre en compte une logique d'option réelles et donc d'intégrer comme une valeur d'option le surcroît lié à un surdimensionnement des infrastructures qui serait possiblement nécessaire dans le futur pour ajuster le service rendu à l'utilisateur du fait de besoins croissants ou évolutifs. Il s'agit en d'autres termes du prix d'un droit à la flexibilité future.

⁴² Qui peuvent également conduire à classer comme prioritaire un projet dont l'utilité socioéconomique est discutable (ou du moins dominée par d'autres projets) simplement, parce qu'il est éligible à un montage partenarial (le biais serait alors de sélectionner les projets en fonction de leur bancabilité).

l'action publique doit permettre de prévenir toute tentation de mise en œuvre de stratégie d'hors bilan en donnant une image sincère, régulière et fidèle de l'ensemble des engagements, même conditionnels, liés aux contrats de PPP. Il s'agit donc de se doter des règles prudentielles idoines en termes de comptabilité à la fois pour prévenir des recours à des montages partenariaux qui ne participeraient que d'une logique hors bilan et pour mesurer l'impact budgétaire possible des engagements souscrits par la personne publique. Les préconisations du Fonds Monétaire International (Funke et al., 2012) doivent se lire dans ce cadre. La prévention de toute stratégie biaisée suppose tout d'abord que l'actif concerné par le contrat de PPP et l'ensemble des engagements afférents apparaissent dans les états financiers de la personne publique dès lors qu'elle en détient le contrôle, conformément aux préconisations de la norme IPSAS 32 relative à la comptabilité patrimoniale publique. Elle passe ensuite par une intégration des projets de PPP dans les plans budgétaires au même titre que les projets traditionnels et une soumission aux mêmes règles d'approbation, impliquant par exemple une autorisation d'engagement de l'assemblée compétente pour les dépenses induites sur l'ensemble de la durée du contrat. Elle suppose enfin que des prévisions de dépenses futures soient réalisées et intégrées dans les prévisions budgétaires pour jauger de la viabilité de la dette publique⁴³.

⁴³ Par exemple, le cadre juridique chilien impose une prévision annuelle des flux de trésorerie liés aux contrats de PPP, une publication exhaustive du nombre de contrats en cours et une estimation des risques budgétaires induits (OCDE, 2013). À l'origine les dispositifs chiliens étaient utilisés dans le cadre de concessions aéroportuaires et routières. Les contractants disposaient d'une garantie de revenus dont la valeur actuelle nette était égale à 70% des coûts anticipés du projet. Si cette garantie ne portait pas directement sur le service de la dette, elle sécurisait cependant les prêteurs. Il paraissait d'autant plus important de contrôler ces dispositifs que les lois de finances chiliennes requéraient que le budget de l'État soit excédentaire (une révision a conduit à ne prescrire que l'équilibre). Le risque de privilégier les PPP non pour leurs vertus incitatives, mais pour contourner cette contrainte budgétaire était donc significatif (Irwin et Mokdad, 2010). Au-delà des règles d'évaluation préalable nécessaires à l'engagement dans un contrat de partenariat, il est donc requis qu'une évaluation quantitative annuelle des risques budgétaires liés aux garanties soit réalisée. Un modèle financier a été construit avec la Banque Mondiale pour évaluer l'ensemble de ces risques contingents (World Bank, 2003). L'évaluation est chaque année annexée à la loi de finances.