

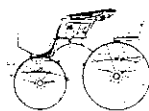


**Péage et
financement
d'infrastructures
en milieu urbain**

**Lyon, les leçons
d'un périphérique**



Actes du colloque organisé
par le Grand Lyon et le LET
5-6 décembre 2000



Laboratoire d'Economie des Transports

L'incidence de la structure de financement de TEO sur les coûts de financement

Maurice NUSSENBAUM, Professeur à l'Université de Paris IX Dauphine, Expert financier près la cour d'appel de Paris agréé par la Cour de Cassation, associé de « SORGEM Evaluation »

La construction et l'exploitation du Boulevard Péninsulaire Nord de Lyon ont été concédées par la Communauté Urbaine de Lyon à une société créée spécifiquement à cet effet, la SCBPNL.

L'objet de cette concession était de dégager la Communauté Urbaine de Lyon de tout engagement qui résulterait, soit d'un dépassement du coût des travaux par rapport au montant initialement prévu et qui ne résulterait pas de causes imprévisibles, soit de déficits qui seraient générés par l'exploitation. Le seul apport de la Communauté Urbaine de Lyon devait se limiter à une subvention d'investissement.

Cette subvention était déterminée après prise en compte d'une part du coût des travaux et d'autre part des revenus futurs prévisionnels. La subvention devait permettre d'assurer l'équilibre de financement nécessaire à la réalisation du taux de rendement minimum prévisionnel requis par les investisseurs.

Pour la SCBPNL, la technique de financement qui permet d'assurer la mise en œuvre d'un tel projet dont le retour sur investissement s'étale sur une durée très longue (ici environ 30 ans) et pour lequel les prêteurs n'ont aucun recours (en dehors d'une assurance souscrite auprès du Fonds Européen d'Investissement), ni sur la ville, ni sur les actionnaires de la société au-delà de ses capitaux propres, s'appelle le financement de projet. Cette technique qui implique une forte implication et en même temps une forte solidarité des prêteurs avec les actionnaires à ses caractéristiques et ses contraintes propres ainsi que des coûts spécifiques que nous analyserons dans le cadre de TEO.

Il faut rappeler tout d'abord que le choix d'une technique de financement à long terme dépend essentiellement du mode de partage des risques entre les divers intervenants du projet (entreprises promoteurs, communauté urbaine et banquiers). Pour le financement de projet, la part relative des différents types de financement dépend ensuite du taux de rendement interne (TRI) requis par

les actionnaires (I.). Le financement de projet a ensuite ses contraintes structurelles et juridiques propres (II.).

I. L'équilibre financier induit par la technique du financement de projet

1. Les différentes modalités de partage des risques

Au plan financier le risque d'un projet tel que TEO comprend à la fois le risque de dépassement des coûts de travaux et le risque lié à l'exploitation :

- Le risque de construction (ou risque travaux) peut avoir pour origine aussi bien une sous estimation du coût des travaux par rapport aux prévisions qu'une modification de la définition du projet en raison d'erreurs dans sa conception initiale. Le risque peut être en partie couvert par la société concessionnaire par les garanties d'achèvement de travaux conférées par l'industriel constructeur.
- Le risque d'exploitation s'apparente, quant à lui, à la fois à un risque trafic et à un risque recettes puisque ces dernières sont liées aux tarifs de péage adoptés.

- La rentabilité d'un projet dépend en définitive non seulement des coûts d'investissement mais aussi de l'analyse du marché et du trafic. En effet, les recettes permettent dans un premier temps d'assurer le service de la dette (paiement des intérêts et remboursement du capital) puis de rentabiliser l'investissement.

Il existe en fonction du mode de partage des risques, différents scénarios de financement possibles. Chaque scénario induit une répartition différente des risques :

- Le portage direct du projet par la collectivité : la Communauté Urbaine aurait pu assurer elle-même le financement de l'ouvrage, soit par des prélèvements auprès de ses contribuables (impôts locaux), soit par des emprunts auprès d'établissements de crédit.
- L'impact sur la répartition des risques : la Communauté Urbaine de Lyon supportait seule les risques de construction et d'exploitation
- Le portage direct du projet par une entreprise promoteur : une entreprise promoteur aurait pu assurer elle-même le financement de l'ouvrage, et assumer de ce fait l'ensemble des risques financiers associés, notamment sur la base de ses propres actifs.

- L'impact sur la répartition des risques : l'entreprise promoteur supportait seule les risques de construction et d'exploitation.

- Le portage commun du projet par la collectivité et une entreprise promoteur par la création d'une société d'économie mixte : l'ensemble des risques financiers de l'ouvrage étant assumé conjointement par la collectivité et

l'entreprise promoteur (scénario équivalent à un scénario mixte des scénarios 1 & 2).

- L'impact sur la répartition des risques : l'entreprise promoteur et la Communauté Urbaine supportaient conjointement les risques de construction et d'exploitation ou l'entreprise promoteur supportait le risque de construction et la Communauté Urbaine le risque d'exploitation.

- La création d'une structure *ad hoc* assumant seule, le financement, la construction et l'exploitation de l'ouvrage.

- L'impact sur la répartition des risques : les établissements de crédit supportaient le risque d'exploitation, l'entreprise promoteur la majeure partie du risque de construction. La Communauté Urbaine, pour sa part, ne supportait aucun risque d'exploitation et voyait son risque de construction limité au montant de la subvention octroyée¹ (mis à part les « sujétions imprévues »).

2. Le choix de l'organisation du financement par la Communauté Urbaine de Lyon et sa mise en œuvre

La Communauté Urbaine de Lyon a préféré la concession à toute solution qui aurait consisté, soit en un portage direct par la collectivité (scénario n° 1), soit en la création d'une société d'économie mixte (scénario n° 3).

Il faut également souligner que la création d'une société créée *ad hoc* comme la SCBPNL s'explique par le fait que ni la Communauté Urbaine, ni aucun opérateur n'étaient prêts à assurer seul les risques financiers du projet. En effet, un opérateur prenant en charge le projet en empruntant auprès d'établissements de crédit aurait dû mettre en place des garanties afin de réduire le risque de contrepartie des banques.

Il convient de noter que le contexte du marché à l'époque du lancement du projet ne semble pas avoir fait émerger, lors de l'appel d'offre lancé par la Communauté Urbaine de Lyon d'opérateur privé désireux d'assumer seul, sans la participation de la Collectivité publique à travers une société d'économie mixte, les risques définis plus haut.

La Communauté Urbaine de Lyon ayant exclu toute participation de la collectivité aux risques du projet, a dû accepter la seule structure possible qui s'était offerte lors de la consultation, la création d'une structure *ad hoc*, la SCBPNL, pour assurer le financement, la construction et l'exploitation de l'ouvrage.

¹ Soit 1 383 MF.

3. Les conséquences du choix de la technique de financement par le « financement de projet »

En l'espèce cette structure *ad hoc* (la SCBPNL) ne disposait d'aucun autre actif que l'ouvrage devant être construit et d'aucune source de financement initiale autre que les apports des associés, les concours des banques et la subvention accordée par la Communauté Urbaine de Lyon.

Dans ce cadre spécifique du financement de projet (technique bancaire d'origine anglo-saxonne) le banquier prêteur, ne prête pas à une collectivité publique garantie en dernier ressort ou à une entreprise qui pourrait se prévaloir d'une structure financière pré-existante susceptible d'offrir des garanties mais à un projet spécifique qui va constituer une entité *ad hoc*, la SCBPNL en l'occurrence, qui devra générer un cash flow suffisant pour assurer le service de la dette.

« Le financement de projet est une technique visant à isoler au sein d'une structure *ad hoc* le financement et les garanties offertes par celui-ci. Les banques acceptent de partager les risques avec les promoteurs du projet, tout en renonçant à un droit de recours (no recourse).

En d'autres termes, l'entreprise qui a l'initiative du projet n'est pas débitrice de la banque (ou du syndicat de banques). Ce sont les cash flows du projet qui doivent permettre le paiement des intérêts et l'amortissement du prêt.

Les actifs de l'entreprise promoteur de l'opération seront donc hors de portée des banques. En revanche, les actifs du projet sont parfois donnés en garantie au syndicat de banques » (source : Techniques d'Ingénierie Financière - Le financement de projet - p 298).

En accordant la concession à la SCBPNL, structure créée *ad hoc*, acceptant à ses risques et périls et ayant pour unique objet social, le financement, la conception, la construction, l'entretien et l'exploitation d'un ouvrage d'art complexe relatif au prolongement du BPNL, la Communauté Urbaine choisissait de facto le financement de projet comme technique de financement du BPNL. En effet, ni la Communauté Urbaine, ni les actionnaires, n'ayant accepté d'assurer le financement de l'ouvrage, ou de se porter garants, seuls les cash flows et les actifs du projet étaient en mesure de garantir aux banques le paiement des intérêts et l'amortissement des crédits.

À la date de l'opération, cette technique de financement de projet pouvait être considérée comme une pratique courante pour ce genre de réalisation, notamment en France et pour les collectivités. On peut citer pour référence des projets d'envergure, tels que Eurotunnel, Prado Carénage, Métro/Bus de Rouen, etc.

Cette technique de financement de projet n'est donc pas un choix de gestion délibéré du concessionnaire : elle est la conséquence du choix d'une structure *ad hoc* pour mener le projet et par là même du choix de la société concessionnaire par le concédant.

Comme on l'a précisé plus haut, le financement direct de la SCBPNL par un ou plusieurs établissements de crédit, selon une technique de crédit classique, aurait en effet nécessité :

- soit la garantie de la Communauté Urbaine (scénario envisageable mais non retenu par la collectivité),
- soit la garantie des actionnaires de la SCBPNL (scénario envisageable mais non retenu par le marché),
- soit la garantie d'un ou plusieurs établissements de crédit.

Il s'agit dans ce dernier cas, d'une technique visant à dissocier les établissements de crédit assurant le financement de ceux assurant la couverture du risque d'exploitation. Pour ces derniers, les conditions de garanties auraient également impliqué le recours à la technique du financement de projet, notamment pour la syndication des garants.

Le choix de la société concessionnaire et de la technique de financement qu'il impliquait a permis à la Communauté Urbaine de n'avoir à supporter aucun des deux principaux risques du projet : le risque d'exploitation et le risque de construction (mis à part éventuellement le risque de « sujétions imprévues »). Cependant en l'absence de garantie donnée par la Communauté Urbaine de Lyon sur le risque d'exploitation, le coût de financement général du projet allait être supérieur au coût d'un portage direct de celui-ci par la collectivité.

Le financement allait de plus entraîner un ensemble de coûts spécifiques tels que frais d'étude et d'ingénierie et différentes commissions de montage.

En conséquence, il est possible d'en déduire que tous les frais financiers nés du montage ou de la vie du financement mis en œuvre, suivant la technique du « financement de projet », entrent dans le cadre des dépenses normales eu égard à l'état du marché, à la nature et à la date de l'opération, sous réserve qu'elles soient usuelles pour un financement de projet de cette envergure, et sous réserve qu'elles aient été conclues à des conditions de marché.

4. La nature des ressources de financement mises en œuvre et le TRI acceptable

La technique du financement de projet fait systématiquement appel à deux types de ressources : des fonds propres et des crédits.

Il existe par ailleurs d'autres types de ressources ou d'instruments financiers dont l'utilisation dépend de la spécificité du projet ou de choix de gestion de la Direction de la société concessionnaire. On trouve à cet égard des ressources intermédiaires sous la forme de quasi-fonds propres qui constituent des ressources « mezzanimes » permettant d'assurer l'équilibre entre fonds propres et crédits.

Le service et le remboursement de ces dettes particulières sont subordonnés au service et au remboursement des crédits bancaires. Ils sont de plus

convertibles en actions de la société au gré du porteur. Dès lors que les obligations sont converties en actions, le porteur devient actionnaire et a un droit sur les bénéfices de la société, versés sous forme de dividendes.

Ce choix spécifique au projet a été entériné par la Convention signée entre la Communauté Urbaine et par la SCBPNL, ce qui confirme que la décision a été prise en connaissance de cause par les deux parties, et s'est inscrite dans le processus global de l'appel d'offre.

Cette technique était connue du marché en France, et adaptée au financement d'une telle opération, puisqu'un important projet d'ouvrage complexe avait déjà été en partie financé par quasi-fonds propres : Prado Carénage. *L'utilisation de quasi-fonds propres correspondait à un choix de financement normal eu égard à l'état du marché, à la nature et à la date de l'opération. Ce choix répondait aux exigences des partenaires du marché en matière de répartition des risques : au regard notamment de l'exigence de rentabilité minimum des actionnaires d'une part, et de l'exigence minimum de fonds propres des établissements de crédit d'autre part, pour s'engager dans ce projet.*

Les quasi fonds propres (TSCA ou titres subordonnés convertibles en actions) répondaient à l'exigence de fonds propres minimum de la part des établissements de crédit. En effet, les établissements de crédit exigent un niveau minimum de fonds propres pour s'engager dans un financement de projet :

- par rapport à la durée totale de la concession : les TSCA constituent des ressources longues à plus de 30 ans, durée pour laquelle les établissements de crédit ne sont en général pas disposés à s'engager,

- par rapport au ratio minimum de fonds propres sur dette bancaire : les TSCA assimilés à des quasi-fonds propres sont pris en compte, par les établissements de crédit, dans le numérateur de ce ratio qui constitue un indicateur clé dans leur décision d'octroi de crédit.

L'emploi des TSCA se justifiait ainsi économiquement par l'exigence de ressources à long terme et de fonds propres exprimée par les établissements de crédit : ceux-ci ne pouvaient augmenter leur engagement sous forme de crédits de manière à suppléer les capitaux propres au-delà d'un certain seuil. Les quasi fonds propres répondaient à l'exigence de rentabilité minimum des actionnaires

Les actionnaires exigent un minimum de rentabilité, mesuré par le taux de rendement interne (TRI). Le taux de rendement interne résulte de l'écart existant entre le taux de rentabilité économique du projet et le coût de l'endettement. Plus cet écart est important (tout en étant positif) et plus la part

de l'endettement est élevée dans le financement global du projet, plus le TRI des actionnaires sera élevé².

Cependant, plus le niveau relatif de la dette s'accroît, plus le risque des prêteurs augmente d'où la limitation qu'ils mettent à un niveau relatif d'endettement trop élevé. Les TSCA se justifiaient ainsi économiquement par l'exigence de rentabilité des capitaux investis par les actionnaires : ceux-ci ne pouvaient augmenter leur engagement sous forme de fonds propres, au risque de réduire sensiblement le TRI du projet.

Le recours à des TSCA répond par conséquent à une double exigence, de rentabilité minimum et de ratio minimum de fonds propres, respectivement exprimée par les actionnaires d'une part, et par les établissements de crédit d'autre part : compte tenu de cette exigence des partenaires du projet, et de ses caractéristiques propres (montant, durée et rentabilité intrinsèque), les TSCA constituaient, non pas une ressource obligatoire pour cette technique de financement, mais une ressource habituelle d'équilibre permettant la répartition des risques, et ainsi le montage définitif du projet, dans le contexte précis de cette opération.

Le recours à cette source de financement a par conséquent été intégré dans l'offre de la SCBPNL et porté dans la convention de concession. Il en résulte à la date de résiliation de la concession (le 28 février 1998) la structure de financement suivante :

Nature des financements	Montant en millions de francs
Fonds propres	160
Subventions d'investissement	1 383
Quasi-fonds propres	350
Crédits ³	1 962
Comptes courants d'associé	13
Total	3 868

²Le taux interne de rendement est le taux r qui ressort de l'équation :

$$\sum_{t=1}^N \frac{I_t + R_t - C_t}{(1+r)^t} = 0$$

Où : I_t représente les investissements de l'année t , R_t représente les recettes d'exploitation, C_t représente les coûts d'exploitation

Il s'agit en fait du taux d'actualisation pour lequel la valeur actuelle nette du projet est nulle.

³ Il s'agit de l'endettement total de la SCBPNL au 28 février 1998, sur un encours total autorisé de 2 325 MF (cf. I.4.).

On constate à la lecture de ce tableau un niveau relatif de dette élevé de 1362/3868 = 50,7%, caractéristique du financement de projet pour lequel la déductibilité des frais financiers et des reports déficitaires de l'assiette du bénéfice impossible constitue un élément essentiel de la rentabilité. Le niveau de la dette est choisi au maximum du possible compte tenu des capacités des cash flow à en assurer le remboursement et au niveau de risque acceptable pour les banquiers prêteurs.

On constate que le niveau relatif des subventions est égal à $1\ 383 / 3\ 868 = 35,7\%$ du total des financements. Ce montant s'explique eu égard aux engagements contractuels spécifiques des différentes parties prenantes et au niveau du taux interne de rendement requis par les actionnaires.

Compte tenu des prévisions de recettes retenues par la société concessionnaire, il existe une relation mécanique entre le niveau de subvention et le taux interne de rendement requis par les actionnaires. Ce taux qui était mentionné dans une note visée par la COB en 1995 relative aux TSCA s'élevait à environ 20% pour les actions après prise en compte de l'avoir fiscal (17,6% avant avoir fiscal) ce qui correspondait à environ 16% sur le projet (en neutralisant l'impact de l'endettement).

La subvention d'investissement réduit le coût des investissements pour les investisseurs et de ce fait accroît le TRI.

La mise en concurrence dans le cadre de l'attribution de la concession avait pour objet de s'assurer que le niveau de subvention accordé par le concédant était le plus bas possible compte tenu de l'état du marché au moment de la consultation. La logique des investisseurs est en effet de requérir un niveau de subvention tel que le projet dégage un TRI au moins égal à leur exigence minimale. Le niveau du TRI est lui-même fonction de la part relative des fonds propres et des dettes. Il augmente avec le niveau relatif d'endettement (dès lors que le rendement du projet dépasse le coût de la dette) mais le niveau de la dette est plafonné pour les banques en fonction de leur niveau de risque acceptable.

Le niveau de TRI requis par les investisseurs constitue une donnée de marché observable, à un instant donné au niveau national et international. Il ne permet pas de déterminer les bénéfices dégagés par le projet ni sa valeur actuelle nette pour les actionnaires. Cette dernière s'obtient en actualisation les bénéfices distribuables au taux d'actualisation. Ce dernier par nature est différent du TRI. Il correspond au coût d'opportunité des fonds investis et dépend ainsi du risque du projet alors que le TRI constitue le taux d'actualisation qui annule la valeur actuelle nette.

Compte tenu du TRI exigé à un instant donné, la valeur du projet pour l'actionnaire résulte de la différence positive existant entre le TRI et le taux d'actualisation. Si le TRI était égal au taux d'actualisation, le projet se limiterait à rémunérer les capitaux engagés et ne créerait aucune valeur additionnelle pour les investisseurs.

Ces derniers ne peuvent donc accepter que des projets pour lesquels il existe une différence significative entre les deux taux. En effet, les calculs étant effectués sur la base de prévisions, et étant affectés de nombreux aléas, cette différence permet ainsi à l'investisseur de se protéger contre les éléments imprévus.

II – Les contraintes structurelles et juridiques du financement de projet et leurs coûts

Le financement crée une solidarité de fait entre actionnaires et prêteurs. Il faut caractériser cette solidarité à travers des conventions spécifiques (1.). Par ailleurs, la mise en place des financements implique une ingénierie particulière qui entraîne des coûts spécifiques (2.)

1. Les structures juridiques du financement de projet

La définition des structures du financement de projet permet d'établir l'équilibre entre les différentes sources de financement comme il a été indiqué plus haut. Cet équilibre est déterminé à partir de la construction du modèle financier du projet qui lui-même repose sur un modèle économique dans lequel sont prévus les recettes et dépenses pour chacune des périodes de la vie de la concession. Le modèle financier intègre les variables spécifiquement financières : les financements par la dette et les remboursements de la dette (ainsi que les paiements des frais financiers).

Les remboursements doivent en effet être adaptés au projet pour lesquels ils ont été mis en place ce qui conduit à définir des profils de remboursement différents qui peuvent être aussi bien à principal constant, à annuités constantes (principal et intérêt) ou encore en fonction du cash flow disponible, ce qui implique des possibilités de différé d'amortissement.

Dès lors que les paramètres économiques et financiers ont été définis, il faut les traduire dans des engagements juridiques qui constituent les « term sheet » du projet ou encore la convention de crédit (ou crédit agreement).

2. La convention de crédit

Dans sa forme abrégée, le « term sheet » constitue un document juridique retraçant l'ensemble des relations contractuelles entre les prêteurs et les

emprunteurs ainsi que les conditions nécessaires à la bonne marche du crédit. Ce document comprend les composantes suivantes⁴ :

- Le projet : objet et montant total de l'investissement.
 - Le crédit en définissant les différentes tranches et les garanties spécifiques à chacune d'elles ainsi que les clauses suivantes,
 - L'objet du crédit qui définit de manière contractuelle l'utilisation possible du prêt
 - L'emprunteur qui est le plus souvent la société dont l'unique objet est de porter le projet (*special purpose vehicle* ou SPV).
 - Les actionnaires ainsi que leur part respective dans l'actionariat et leur implication dans le projet.
 - Le cadre contractuel qui précise les différents contrats contenus dans le projet qui peuvent être :
 - un contrat de construction
 - un contrat d'exploitation
 - un contrat de fourniture de matières premières
 - le contrat de vente
 - le contrat de concession
 - Les banques arrangeuses appartenant à un petit groupe de grandes banques internationales vont apprécier le projet (au plan technique et financier) pour le compte des établissements prêteurs.
 - Les banques « *under writers* » souscrivent le crédit en amont de la syndication générale et s'engagent à apporter les fonds nécessaires et correspondant au total du financement bancaire.
 - Les banques prêteuses qui comprennent généralement un syndicat de banques internationales et d'établissements financiers spécialisés
 - La maturité du crédit : date à laquelle le dernier remboursement du crédit devra être effectué.
 - Les périodes de disponibilité et de remboursement des prêts.
 - Les modes de remboursement.
 - Les possibilités d'annuler les engagements d'emprunt et de remboursement anticipé.
 - Les taux d'intérêt distinguant les taux de base (Libor, Pibor ou Fibor...) ainsi que les marges.
 - Les commissions correspondant aux différentes fonctions décrites plus haut, elles seront détaillées ci-dessous.
 - Les sûretés accordées par l'emprunteur, les actionnaires, les autres créanciers, les autorités locales.
- Ces sûretés ont un rôle important car elles concrétisent les relations de dépendance entre les participants au projet. A titre d'exemple :

⁴ cf. Ivan Benichou et David Corchia, Le Financement de projets - Eska 1996

L'emprunteur va accepter de nantir ses actifs et de déléguer au profit du prêteur l'ensemble de ses droits au titre des contrats commerciaux relatifs au projet.

Les actionnaires vont accepter de nantir leurs actions au profit des banques afin qu'elles puissent avoir le contrôle du projet en cas de défaillance.

les ratios de couverture, L'emprunteur peut également s'engager à assurer la réalisation de certains ratios permettant de contrôler la viabilité du projet, tels que des ratios d'endettement ou de couverture de la dette. Le non respect de ces ratios peut avoir pour conséquence de permettre au prêteur de mettre en défaut l'emprunteur ou d'exiger l'accélération du remboursement de la dette.

Les situations de défaillance (« *events of default* »)

La description de ces événements a pour objet de définir les situations dans lesquelles l'emprunteur est réputé ne plus être à même de respecter les obligations prises au titre de la convention de crédit et d'en tirer les conséquences au plan de la mise en jeu des garanties et de l'arrêt des tirages.

Ces définitions revêtaient une importance toute particulière dans le cas de TEO dans la mesure où la résiliation de la concession aurait pu entraîner de la part des établissements prêteurs la constatation d'une situation de défaillance des emprunteurs.

Les garanties et les engagements des actionnaires. Même si le financement de projet ne prévoit pas de recours sur les actionnaires, il prévoit dans la plupart des cas des recours limités résultant de l'incapacité des banques à maintenir et supporter certains risques. Il peut s'agir de garantir l'achèvement du projet ou le versement des subventions ou, encore le maintien de l'actionariat

Les événements qui peuvent entraîner l'engagement des actionnaires de faire face à leurs conséquences sont définis de manière limitative.

D'une manière générale, le financement de projet suppose en amont une analyse très précise des différents risques qu'il s'agisse des risques en période de construction ou de développement ou des risques en période d'exploitation et de la définition des moyens de leur couverture et de leur répartition entre actionnaires et prêteurs étant entendu qu'en l'espèce la collectivité, si elle prend certains engagements destinés à faciliter le trafic de BPNL et à supporter les conséquences des sujétions imprévues, n'avait souhaité donner aucune autre garantie destinée à équilibrer le fonctionnement de la société.

3. Les coûts afférents au financement de projet et leur caractère de dépenses utiles pour la collectivité

Du fait des diligences requises, l'élaboration du projet impliquait l'intervention de différentes catégories d'établissements financiers ayant à réaliser différentes tâches complémentaires se ramenant aux deux ensembles

suivants : analyser le projet et le montage de son financement ; réunir les prêteurs acceptant de participer au financement.

3.1. L'ensemble de ces taches entraîne différents coûts et commissions spécifiques

dont certaines sont déterminées de manière fixe ou en pourcentage des capitaux levés ou encore en fonction du temps passé.

Dans le cas de TEO, on a pu distinguer des frais d'étude liés à la première phase d'ingénierie financière et des commissions liées à la mise en place des prêts.

Il a été considéré dans l'avis rendu par le Tribunal Administration de Lyon en vue d'une transaction entre la Communauté Urbaine de Lyon et la SCBPNL, que « les frais exposés par la SCBPNL pour mettre en place un financement de projet ont pu constituer des dépenses utiles y compris en ce qu'ils sont supérieurs aux coûts qu'elle aurait supporté si elle (la Communauté Urbaine de Lyon) avait réalisé elle-même l'opération ». Cet avis a aussi reconnu que la Communauté Urbaine de Lyon, ayant eu connaissance du recours par son concessionnaire à la technique du financement de projet, devait en supporter les coûts normaux. Le montant total retenu pour l'ensemble de ces frais qu'il s'agit des études d'ingénierie financière, des commissions de montage et de gestion, des frais d'émission des TSCA, des coûts de couverture (dont il sera question plus bas) et des taux de marge par rapport à l'index de taux d'intérêt variable du crédit, s'est élevé à un peu plus de 300 MF. Sur ce total, environ 100 MF, soit 1/3 sont relatifs aux frais de montage et de gestion, aux frais d'émission et aux commissions de non-utilisation, soit environ 4% des lignes de crédits autorisés (qui étaient en fait de l'ordre de 2,3 Mds F).

Comme le rappelle l'avis rendu par le Tribunal Administratif de Lyon, l'ensemble de ces coûts est supérieur à ce qu'aurait supporté la Communauté urbaine de Lyon si elle avait réalisé le financement elle-même en donnant sa propre garantie mais il ne se serait pas agi du même projet. On constate, en effet, que sur l'ensemble des frais exposés ci-dessus, plus des 2/3 sont relatifs aux charges financières à travers le taux de marge retenu par rapport à l'index de référence servant à déterminer le taux d'intérêt et ce sont effectivement ces marges qui permettent aux banquiers de rémunérer les risques encourus.

3.2. Le cas particulier des dépenses de couverture pour hausse de taux d'intérêt

Les emprunts obtenus par la SCBPNL sur des durées comprises entre 18 et 22 ans ne pouvaient être qu'à taux variable. Pour se couvrir contre les variations de taux d'intérêt sur la période 1996-2000, la SCBPNL a souhaité figer le coût d'une partie de sa dette par la mise en place de swaps à taux fixe. Cette couverture portait sur environ 50% de la dette bancaire et se justifiait particulièrement durant la période de construction du BPNI, où la SCBPNL

bénéficiait du niveau de recettes le plus bas et des frais financiers les plus élevés.

Cette stratégie de couverture avait pour effet, en cas de hausse de taux constaté à la fin de l'année 1993, d'assurer la SCBPNL que ses charges financières n'augmenteraient pas, pour la partie des emprunts couverts par rapport aux montants prévus dans le business plan. En revanche, en cas de baisse, la SCBPNL s'interdisait de bénéficier d'une baisse des taux. Cette stratégie avait pour but de limiter les risques purement financiers du projet (indépendamment des incertitudes sur les recettes).

Le taux de couverture à 50%, qui ne constitue pas en soit une norme caractérise une attitude neutre par rapport à l'évolution des taux et vise à réduire au maximum la variabilité des charges financières⁵. Cette décision qui constitue certes une décision de gestion autonome de la SCBPNL s'est traduite par un coût compte tenu de l'évolution orientée à la baisse des taux d'intérêts durant la période.

Ces coûts ne pouvaient être considérés que comme des dépenses utiles à la Communauté Urbaine de Lyon comme l'a relevé l'avis du Tribunal Administratif de Lyon qui a noté que cette stratégie était « conforme à la pratique des sociétés commerciales et qu'elle (la SCBPNL) l'a fait de manière prudente en choisissant les taux de couverture des encours de ses crédits bancaires appropriés... sans intention spéculative de sa part ». « Par ailleurs, le fait de ne pas recourir à ces instruments financiers revenait à spéculer sur une baisse des taux d'intérêt ».

3.3. Le cas particulier des TSCA

On doit rappeler que le recours à des titres subordonnés ne constitue pas une contrainte de la technique du financement de projet. Ce financement est néanmoins normal dans le cadre des financements de projet de grande envergure comme on l'a rappelé plus haut (cf. opération Prado Carénage). Cette émission a, de plus, été spécifiée dans la convention de Concession signée entre la SCBPNL et la Communauté Urbaine de Lyon. Elle a permis, comme il a été indiqué plus haut, d'assurer l'équilibre du financement entre les fonds propres et les dettes. Il comporte cependant des coûts spécifiques tant en frais et commissions, intérêts (marge sur index) et coût de la garantie accordée par le Fonds Européen d'investissement.

Ces coûts ont été considérés dans l'avis rendu par le Tribunal Administratif comme des dépenses utiles pour la Communauté Urbaine de Lyon dans le cadre spécifique d'un financement de projet.

⁵ cf. Revue de jurisprudence commerciale - M. Nussenbaum - Septembre 2000 - La gestion financière fautive due à la spéculation ou à l'absence de couverture.

III. Conclusion sur les coûts spécifiques générés par la technique de financement de projet

On a montré que les dépenses induites par le financement de projet étaient liées à la structure de financement choisie et à la nécessité de définir une structure *ad hoc* organisant une solidarité entre les actionnaires et les établissements prêteurs ayant pour seule garantie les flux futurs générés par le projet.

Pour la collectivité, l'appréciation des dépenses engendrées par la mise en place de cette structure de financement se pose de la manière suivante : correspondent-elles aux coûts induit pour les opérateurs ? correspondent elles à la valeur des services fournis par la collectivité et de ce fait à des dépenses utiles ?

On a pu observer concernant le premier point que les tarifs correspondant à ces dépenses ont un caractère concurrentiel dans la mesure où ils correspondent à un marché organisé au niveau international par des grands établissements financiers seuls à même d'y participer et de fédérer l'ensemble des établissements susceptibles d'y participer.

S'agit-il de coûts optimaux au sens de la théorie économique c'est-à-dire qui correspondraient au niveau des coûts marginaux pour les établissements financiers. On ne peut l'affirmer et ce n'est vraisemblablement pas le cas. On peut cependant noter que le marché des financements de projet est relativement concurrentiel et que les collectivités qui choisissent de recourir à cette structure procèdent à une consultation impliquant une mise en concurrence des différents établissements susceptibles de proposer ce type de services.

Les coûts supportés correspondent-ils à la valeur des services fournis pour la collectivité ? Pour répondre à cette question, on doit tout d'abord observer que le service fourni consiste essentiellement en une prise en charge du projet par le concessionnaire et une élimination des principaux risques pour la collectivité.

Il faut alors définir le prix du risque pour la collectivité et pour les opérateurs. Pour ces derniers, il existe à la fois une valeur subjective du risque pour chacun d'eux en fonction de leur propre aversion pour le risque et un prix de marché du risque qui est constaté à travers les coûts observés sur le marché des financements de projet. L'opération est avantageuse pour un opérateur dès lors que le coût facturé rémunère correctement son aversion spécifique au risque.

Il faut rappeler à cet égard que le coût global lié à la mise en place de la structure *ad hoc* ne comprend pas uniquement les différentes composantes des

coûts de constitution de cette structure mais aussi et surtout le supplément de marge requis par les établissements financiers par rapport à l'index de taux d'intérêt pour se couvrir contre les risques qu'ils prennent en charge.

En effet, les primes de risque correspondantes sont ajoutées par les établissements prêteurs aux taux d'intérêt représentés par les différents indices tels que le PIBOR ou le LIBOR. Elles sont le reflet de la perception qu'ont les établissements financiers français ou étrangers des différents risques encourus.

Ces primes de risque traduisent le risque anticipé tel qu'il est perçu par les établissements financiers. A côté du risque de dépassement du coût des travaux, est pris également en compte le risque trafic ou plutôt le risque recette qui est apparemment élevé dans ce type de projet compte tenu des interférences socio-politiques pouvant influencer sur la tarification.

Les primes de risque ne sont pas déterminées de manière subjective puisqu'elles sont confrontées à des données de marché. Dans le cas de TEO, les taux de marge requis se situaient dans la fourchette de ceux apparaissant pour des projets urbains comparables en France et à l'étranger (entre 1,40% et 1,80% en fonction des données) car là encore la concurrence et l'existence de références comparables jouent dans le sens d'une réduction de ces taux. En s'alignant ainsi sur des moyennes observées au plan international, les établissements financiers n'ont pu évaluer et par la même demander une prime de risque spécifique correspondant aux risques particuliers de TEO tels qu'ils se sont manifestés depuis lors. Il s'agissait, en effet, à cette époque et dans la ville considérée, de faire accepter le péage d'un ouvrage urbain, ce qui n'était pas une chose habituelle.

Ces coûts incorporent de plus une composante complémentaire permettant aux prêteurs de se protéger contre les risques liés à ce que la théorie économique nomme le « hasard moral » (incitation des assurés couverts à accroître les risques) et la « sélection adverse » (qui caractérise l'incitation de la population à risque à rechercher une couverture).

Par ailleurs, il est également établi en matière d'assurance que la prime est d'autant plus élevée que le risque est difficile à estimer du fait de l'absence de références statistiques significatives.

Concernant à la fois les coûts de travaux et le risque trafic, et malgré la précision des modèles prévisionnels, l'absence d'historiques suffisants en France n'assure pas la même maîtrise statistique que dans le cas de matières premières faisant l'objet d'une cotation sur les marchés internationaux pour lesquels de nombreux financements de projet ont été montés dans le passé.

C'est pourquoi, la logique économique conduit le plus souvent la collectivité à être son propre assureur pour des risques dont l'évaluation n'est pas suffisamment efficiente sur le marché compte tenu de l'insuffisance des bases statistiques ou encore lorsque la collectivité est plus en mesure, que l'assureur

(ou le financier), de diversifier ce type de risque sur le nombre de projets qu'elle entreprend car il présente pour ces derniers un caractère unique.

De ce fait, si les coûts du financement constituaient bien une dépense utile pour la collectivité dès lors qu'elle avait elle-même choisi, à travers le concessionnaire, ce mode de financement, ils ne constituaient pas nécessairement, au moins ex-ante, et en valeur espérée la solution théoriquement la plus économique.

Ainsi répondait-elle plus à une motivation qui s'explique en partie par la théorie de l'agence⁶. Pour cette théorie, le mandant supporte un coût pour s'assurer que son mandataire, qui a ses propres objectifs, va prendre en compte de manière optimale les intérêts du mandant. La structure organisationnelle efficiente est celle qui minimise ces coûts qui ne peuvent être complètement éliminés.

La ville a considéré en définitive, plus adapté de résoudre les conflits liés à la gestion de ce type d'ouvrage en le donnant en concession qu'en le gérant elle-même.

Ce choix signifie implicitement que la ville a considéré la concession comme un moyen d'abaisser les coûts effectifs anticipés ex-post tant de travaux que d'exploitation même si les coûts théoriques apparents apparaissent plus élevés. Le surcoût apparent peut ainsi être assimilé à un coût d'agence, c'est-à-dire comme la contrepartie que la ville accepte de payer au concessionnaire pour lui déléguer le contrôle non seulement des opérations de construction et d'exploitation de l'ouvrage mais surtout de leurs coûts.

⁶ Jensen MC et Meckling W, 1976 - Theory of the firm : managerial behavior, Agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Janvier-mars 1976, pp. 53-82