

Le METP face à la technique de financement de projet appliquée à un projet public

Maurice Nussenbaum

Professeur à l'Université de Paris IX – Dauphine,
Expert Financier près la Cour d'Appel de Paris,
Associé de Sorgem Evaluation

Je dois tout d'abord préciser que je ne suis ni juriste, ni spécialiste de METP, et je suis professeur de finances et ce dont je vais vous parler est le résultat d'un enseignement tiré d'une expérience que j'ai eu en tant qu'expert dans la résolution, pour sa partie financière, du conflit lié à la résiliation de la concession de TEO, c'est-à-dire du boulevard périphérique Nord de Lyon.

Mon propos s'applique donc principalement à une technique de financement bien particulière qui est le financement de projet et qui est utilisée en particulier dans le domaine de certaines concessions. Je veux donc en tirer quelques enseignements en utilisant cet exemple sur le plan économique et financier, en soulignant ce qui me paraît important et en me plaçant entre la collectivité publique, l'entreprise gestionnaire et ses banquiers. Pour moi, il y a ces trois entités importantes et en analysant le problème du choix de la structure de financement par l'entreprise exploitante en relation donc avec la collectivité et ses banquiers, on souligne que l'élément essentiel pour le choix d'une technique de financement, c'est le mode

du partage des risques entre les prêteurs et les propriétaires du bien à financer.

En effet, le financement de projet est utilisé et adapté dans les situations pour lesquelles la collectivité souhaite se dégager d'une grande partie des risques et va donc pour cela recourir à une structure concessionnaire du projet et, de cette manière, elle ne va supporter ni les risques de dépassement des coûts de travaux ni théoriquement les coûts de maintenance ni les déficits d'exploitation. Cela ne veut pas dire que la société exploitante va assumer en totalité les coûts relatifs à ces travaux puisqu'en amont il y a bien entendu une négociation et comme, très souvent, les recettes prévisibles ne suffisent pas à boucler le budget prévisionnel, il faut recourir à des subventions pour permettre aux investisseurs qui peuvent être des capitalistes purs, des entreprises et aussi des banquiers d'obtenir le taux de rendement interne (TRI) attendu sur leurs fonds.

Je vais aborder ces trois questions. Premièrement, montrer comment, avec cette technique, on résout ce problème de partage des risques

en fonction du niveau souhaité par la collectivité, ensuite montrer quelles sont les contraintes structurelles et juridiques, et les coûts spécifiques alliés à ces contraintes et, en guise de conclusion, voir comment le METP se positionne par rapport à cette technique de financement.

Il y a, *a priori*, différentes modalités de partage de risques. Quels sont donc les risques à partager ? Essentiellement des risques techniques liés au coût de construction de l'ouvrage, à sa pérennité, à sa maintenabilité, et aux suggestions imprévues et puis des risques d'exploitation ou risques commerciaux. Et, en fonction du mode de partage de ces risques, on va avoir différentes modalités de financement. Si la collectivité supporte tous les risques alors on peut avoir un portage direct par la collectivité. A ce moment là, la collectivité assure elle-même le financement d'ouvrages soit par des prélèvements auprès des contribuables (impôts locaux), soit par des emprunts auprès des établissements de crédit.

On peut avoir à l'opposé un portage direct par l'entreprise promoteur qui assure le financement et l'ensemble des risques financiers notamment sur la base de ses propres actifs. Cet exemple est purement théorique puisqu'il est assez peu fréquent de le rencontrer.

Ensuite, on peut avoir un partage commun entre la collectivité et l'entreprise promoteur, notamment à travers la création d'une société d'économie mixte. L'ensemble des risques financiers de l'ouvrage sont assumés conjointement par l'entreprise promoteur et la collectivité.

Et enfin, on dispose d'une dernière possibilité qui est la création d'une structure *ad hoc* qui assume seule le financement, la construction et l'exploitation de l'ouvrage. Dans un tel cas de figure, les établissements de crédit vont supporter le risque d'exploitation; l'entreprise promoteur, la majeure partie du risque de construction et la collectivité, elle, ne supporte pas de risque d'exploitation et voit son risque de construction limité au montant de la subvention initiale.

Le choix de ce scénario, c'est-à-dire d'une structure *ad hoc* résulte bien clairement de la volonté de la collectivité de ne pas supporter seule les risques et de l'absence d'opérateur qui accepte lui aussi de les supporter seul. Le

bilan économique est le suivant : on a à l'actif un ouvrage dont la valeur économique est constituée de ses revenus futurs et au passif économique (c'est-à-dire l'origine des fonds) l'apport des associés, la subvention et les dettes. Et le problème est naturellement la possibilité de trouver des prêteurs acceptant d'apporter des fonds à une telle structure sachant que leur recours est extrêmement limité puisqu'il est limité aux apports des associés sur le plan strictement juridique, et aux actifs de la structure sur un plan économique. Les associés ne donnent pas de garantie complémentaire. Nous ne sommes pas dans une structure où les associés qui peuvent être des entreprises de travaux publics ou des banques, vont donner une garantie au-delà des fonds propres de la structure.

Il existe de nombreux exemples de ces structures en France et à l'étranger. En France, on peut citer Eurotunnel, Prado-carénage, métro-bus de Rouen, TEO à Lyon. Dans tous les cas, le choix de cette structure résulte de cette volonté de cantonner les risques. Mais une telle structure va faire appel à trois types de ressources, des fonds propres, des crédits et aussi des ressources intermédiaires qu'on appelle souvent des quasi fonds propres ou des "prêts mezzanines"; et ces ressources vont entraîner des coûts spécifiques qui peuvent être naturellement plus élevés que les coûts de financement accordés à une collectivité qui supporte les risques. Ces coûts spécifiques, c'est d'abord les coûts d'études et d'ingénierie financière pour structurer le projet et pour ensuite trouver le financement, faire le montage juridique et placer ces différentes parties du financement.

Un mot sur le cas des quasifonds propres qui sont donc particuliers, un peu exotiques dans le système puisque ce ne sont ni des fonds propres purs, ni des dettes, en fait ils sont là pour permettre aux actionnaires de répondre à l'exigence de taux de rendement interne minimum qui les amènent à réduire le niveau de leur fond propre. Ils sont là aussi pour répondre à l'exigence des prêteurs qui souhaitent limiter leur risque. Ce sont donc des fonds intermédiaires qui vont avoir un caractère subordonné au niveau de leur remboursement. C'est-à-dire que ces dettes ne seront remboursées qu'une fois que les dettes seniors auront été remboursées. Ils vont donc supporter ce

risque, mais, en contrepartie, ils vont exiger un rendement supérieur.

Pour fixer les idées dans le cas de TEO justement, on avait un montant investi au moment de la résiliation qui était à peu près de 4 milliard de francs – j'ai simplifié – et il existait 4 % de fonds propres. On a donc une structure à très fort effet de levier, et si l'on ajoute les quasi fonds propres on arrive à 13 % le reste étant constitué par 36 % de subventions et 51 % de dettes.

Quelle est la relation, on la comprend intuitivement, entre le TRI et la subvention ? Pour un niveau prévu de recettes futures que la société va déterminer en fonction de prévisions de coûts de travaux, de conditions de tarification, par suite pour un niveau donné de recettes attendues et de résultat, il en résulte un rendement des capitaux. Et, si ce rendement des capitaux est insuffisant, il faut tout simplement réduire le montant des investissements pour augmenter le taux de rendement. Et c'est le rôle qui est assorti à la subvention payée par la collectivité. Mais, pour la collectivité, l'intérêt est de dire : *"je paye cette subvention, et ensuite je suis dégagée de tous les risques qui peuvent survenir au niveau tant des coûts de travaux que des aléas de l'exploitation"*.

Alors, on peut s'interroger sur le niveau de ce TRI. Ce TRI est une donnée de marchés. C'est-à-dire qu'à un instant donné, on observe que les investisseurs susceptibles d'intervenir dans ce type de projet vont exiger un TRI qui peut être de 10 %, 12 %, 14 %, 15 %, et en tout cas il sera variable dans le temps, en fonction des données des marchés, des taux d'intérêt, de la plus ou moins grande disponibilité des fonds.

Quand on rentre dans la technique, on est souvent surpris des différences qui peuvent apparaissent entre la notion de TRI et la notion de taux d'actualisation. Il ne faut donc pas confondre cette notion de TRI et de valeur actuelle nette. La valeur actuelle nette qui est la valeur du projet d'investisseurs est déterminée par le taux d'actualisation. Mais le taux d'actualisation lui-même dépend du coût des capitaux engagés. Alors que le TRI est le taux d'actualisation pour lequel la valeur actuelle nette est nulle. Ainsi la valeur du projet pour l'actionnaire sera d'autant plus grande qu'il y aura une différence importante entre le TRI et le taux d'actualisation. Par exemple, si j'ai un

taux d'actualisation de 8 % et un TRI de 16, cela veut dire qu'à 16 % la valeur actuelle nette est nulle et à 8 % elle est positive et donc la différence sera beaucoup plus importante que si le TRI n'était que de 9 %.

La différence positive tient au fait que d'une part il y a des délais de marché. C'est-à-dire que si, à un moment donné sur le marché, les apporteurs de capitaux demandent des TRI de 15 % ou 16 %, on ne trouvera pas d'apporteurs de capitaux à 10 %. Et d'autre part elle dépend des aléas. Si les entreprises exigent un TRI supérieur au coût du capital qui est implicite dans le taux de l'actualisation, c'est que les prévisions sont faites sur la base d'espérances mathématiques qui ne sont pas la réalité vécue et qu'il faut se couvrir sur les risques que l'on va nécessairement rencontrer dans l'exploitation. D'ailleurs, TEO est un bon exemple des risques que l'on a pu rencontrer dans l'exploitation. La concession de l'ouvrage a été déclarée irrégulière par le juge administratif et la collectivité a dû y mettre fin prématurément.

Voilà donc, rapidement brossées, les principales caractéristiques financières du financement de projet : une structure *ad hoc* et des rémunérations qui dépendent du partage des risques.

Dans un second temps, il s'agit de monter cette structure à travers des protocoles juridiques qui doivent déterminer les relations entre les différentes catégories d'apporteurs de capitaux et définir les modalités de remboursement des dettes et les différentes garanties qui leurs sont attachées. C'est donc là, la partie la plus lourde et la plus complexe du système parce qu'il est bien entendu que les banquiers prêteurs ne vont pas accepter que les actionnaires soient remboursés trop vite de leur investissement alors qu'eux resteraient encore en risque. Il faut donc régler cette solidarité de fait qui existe entre les différentes catégories d'apporteurs de fonds. Et c'est l'objet de ces protocoles qui définissent le financement de projet, de la convention de crédits, qui va définir les caractéristiques du financement en énonçant son objet, le rôle des parties prenantes, la définition des engagements contractuels, des modalités de remboursement, des différents types de commissions, de sûretés et de garanties accordées par les actionnaires, et la définition des ratios de couvertures de la dette par les cash flow générés par le projet.

Les prêteurs se trouvent engagés dans des risques considérables par rapport à ce qu'un banquier supporte habituellement, car ils apportent l'essentiel du financement. Cela suppose donc en amont un travail d'analyse extrêmement poussé des différents risques. En séparant à la fois les risques dans la période de construction et les risques dans la période d'exploitation et les moyens de couverture de ces risques.

Le banquier va essayer de transférer le plus possible de risques là où il pourra : transférer les risques techniques sur les entreprises, notamment si l'on rencontre des suggestions imprévues, transférer les risques commerciaux sur la collectivité. Par exemple, le système du *shadow toll*, dont on va parler plus tard, est un système de financement qui a priori doit plaire au banquier puisqu'il lui supprime une partie du risque, le risque du tarif, et ne lui laisse subsister que le risque de volume, le risque de fréquentation, ou le risque de tonnage. Cela fait donc partie de l'accord initial de constitution de la structure. Dans un cas comme celui de TEO par exemple, un des éléments qui a fait exploser le système c'est que le lendemain de l'ouverture de l'équipement, les usagers sont descendus dans la rue et ont dit "on ne veut pas payer le prix prévu", et la collectivité a dû faire marche arrière et baisser le tarif. Cet inconvénient là serait supprimé. On avait en plus, dans le cas de TEO, aménagé les voies annexes de circulation de façon à inciter les usagers à utiliser le périphérique plutôt que les voies gratuites. On prévoyait ainsi qu'il y aurait davantage de fréquentation de l'ouvrage, c'était un bon raisonnement d'ingénieurs mais qui ne tenait pas compte des réalités sociales et politiques de la collectivité.

Tout ce système, que j'ai brossé rapidement, va générer des coûts : les coûts pour les études d'ingénierie financière en amont, les commissions de montage et de gestion que l'on appelle les commissions d'arrangement, les frais des missions dans le cas où on utilise des titres subordonnés "*prêt mezzanine*", des coûts de couverture des fluctuations de taux. On ajoute ensuite le taux de marge par rapport à l'indice de référence.

A titre d'exemple pour TEO, l'ensemble de ces coûts y compris les taux de marge – car il faut bien savoir que quand un banquier prête de l'argent à 8 %, il en poche pas 8 %, il empoche la différence entre les coûts des fonds à

long terme sur le marché et le coût qu'il facture, c'est ce qu'on appelle donc le taux de marge par rapport à l'indice – a représenté trois cent millions de francs pour un encours de dettes de deux milliards et demi et sur ces trois cent millions, il y avait cent millions pour les frais de montage et de gestion des missions et de commissions de non utilisation, ce qui représente 4 % des crédits.

Il faut savoir aussi que les commissions de non utilisation constituent également un coût pour les établissements prêteurs puisqu'ils sont pris en compte dans le calcul du ratio, coût donc du ratio de fonds propres de l'établissement financier. Il s'agissait donc de deux cent millions pour le taux de marge par rapport à l'indice.

Pour ce qui concerne les coûts de couverture, il s'agissait de se couvrir contre les variations de taux d'intérêts pendant la période des travaux et la solution retenue c'était la mise en place de "swap" à taux fixe sur 50 % de la dette qui était à taux variable, puisque s'agissant d'une dette à trente ans, on ne trouve pas de taux fixe sur le marché. Pourquoi pendant la période de travaux ? Parce qu'on peut faire l'hypothèse que, dans la période de l'exploitation, il y a une sorte d'indexation plus ou moins grande du tarif sur le taux d'intérêt à travers les taux d'inflation alors que, dans la période de travaux, il n'y a pas de recettes. Et pourquoi une couverture seulement à 50 %, parce que si l'on se couvre à 100 % on spéculé, c'est-à-dire que l'on fait l'hypothèse que l'évolution des taux nous sera strictement défavorable. Si on se couvre à 0 %, on spéculé aussi puisqu'on suppose qu'elle nous sera favorable et si l'on se couvre à 50 % on réduit tout simplement l'aléa. Mais cela coûte de l'argent surtout lorsque les taux baissent. Car on a supporté un coût d'assurance qui nous garantissait un niveau de taux et il se trouve que le taux effectif est plus bas que celui pour lequel on s'est assuré.

Pour conclure sur ces coûts spécifiques, on peut dire que ce sont des coûts habituels dans le marché des financements de projet, qu'il s'agit d'un marché concurrentiel au niveau international et que ces coûts correspondent à des services fournis à la collectivité, même si ces services ne sont pas tout à fait tangibles – ce sont des services immatériels – et c'est ce service qui est pris en charge, par la structure *ad hoc*. On n'a pas d'approche normative des prix de ces différents risques. La seule chose

qu'on puisse dire, c'est qu'on a intérêt à avoir un marché concurrentiel, et le marché ne l'est peut-être pas toujours suffisamment puisque qu'il est limité aux grands établissements financiers. Il n'est donc pas aussi concurrentiel que le marché des tomates à Carpentras, car il n'existe qu'un petit nombre d'intervenants – je ne dirais pas qu'il y a des ententes – on constate ce taux, ces prix, à un certain moment en faisant des comparaisons entre les différents projets, en regardant comment les différentes composantes ont été facturées que ce soit les coûts d'ingénierie et l'ensemble des commissions.

On a effectivement ces deux types de facturation, facturation de coûts spécifiques et prime qui s'ajoute au taux d'intérêt. Cette prime qui s'ajoute au taux d'intérêt reflète la prime de risque qui dépend du risque anticipé sur le projet, c'est-à-dire pour le prêteur le risque de ne pas être remboursé, de ne pas récupérer ses fonds, et si le prêteur ne récupère pas ses fonds c'est qu'il y aura eu des dépassements trop importants dans les coûts des travaux et des erreurs sur les anticipations concernant les prévisions de trafic et le tarif acceptable.

Pour donner un ordre de grandeur, les taux de marge par rapport à l'indice pour TEO sont situés entre 1,40 et 1,80 % en fonction de la durée des prêts – c'était conforme aux moyennes internationales – . Il existe une autre explication que les économistes aiment bien, c'est l'idée d'incorporer la couverture de risques de hasard moral et de sélection adverse. C'est un terme dans l'assurance qui consiste à dire que les gens qui s'assurent sont *a priori* de plus mauvais risques que les gens qui ne s'assurent pas. Et que, pour transposer, si une collectivité cherche à créer une structure *ad hoc*, c'est qu'elle se dit qu'elle aura des difficultés si elle gère elle-même. Le prêteur doit donc se méfier, et il se méfie, et le répercute dans son taux de marge.

Bien entendu, cette prime de risque va être pour le prêteur d'autant plus élevée qu'il n'a pas de référence statistique significative, ce qui était le cas pour un péage urbain en France. On n'a pas encore l'habitude de faire payer pour la circulation urbaine. C'est une autre réflexion pour les économistes de s'interroger sur l'intérêt qu'il y a de demander à des financiers de couvrir un risque sur lequel il n'y a pas assez de références statistiques parce que, nécessairement, ils seront enclins à prendre une

marge supérieure. Ainsi, la collectivité a intérêt dans ce genre de risque à être son propre assureur parce qu'elle a une possibilité de mutualisation dont ne dispose pas le banquier. Par exemple si une banque de Bavière prête sur un ouvrage urbain en France, c'est pour elle quelque chose d'assez lointain qui suppose qu'elle se protège par une prime suffisante.

Pour terminer, on peut s'interroger sur le positionnement du METP par rapport à cette technique de financement. Le METP, comme Monsieur le Professeur Mescheriakoff l'a rappelé tout à l'heure, c'est un marché de travaux publics pour la construction assorti d'un marché de prestations pour l'exploitation. Et le financement dans le cadre du METP doit être considéré comme un peu différent d'un financement de projet pur et simple parce que – comme je disais tout à l'heure – le financement de projet est un financement à recours limité ou sans recours – alors que le financement dans le cadre d'un METP est un financement à recours accru. Recours accru car l'entreprise qui est retenue va pré-financer un ouvrage public, et va effectuer ce financement en s'appuyant sur des prêteurs. Mais les prêteurs sont garantis par les entreprises titulaires qui ont une créance sur l'Etat ou la collectivité. Alors quelle est la valeur de cette créance ? C'est le flux des revenus futurs attendus plus éventuellement une valeur résiduelle s'il y en a une. Les entreprises n'ont pas de risque de contrepartie ni de tarification puisque *a priori* le tarif est négocié, il n'y a pas de risque de contrepartie car elles ne vendent pas à des usagers mais elles vendent à la collectivité.

On voit bien que, dans le cas du METP, le garant en dernier ressort est la collectivité publique qui contracte un engagement que les comptables aiment bien appeler engagement hors bilan. Et cet engagement hors bilan correspond à l'amortissement des travaux et coûts, qui est un coût inclu dans celui des prestations, mais pour lequel la collectivité a pris un engagement. L'économiste fait toujours une lecture du droit avec ses lunettes d'économiste et quand il lit tous les débats juridiques sur "*le vrai et le faux METP*", sur la notion de "*paiement différé*" il pense que la frontière n'est pas toujours très nette, mais qu'en tout cas, ce qui est clair, c'est que le droit essaie de mettre une frontière entre l'acceptable et

l'inacceptable. A mon avis, dans tous les cas, il existe une part de paiement différé puisqu'on paie l'amortissement de manière différée, mais ce qu'on essaie de dire, c'est qu'il ne faut pas que ce soit plus que ce qu'on paierait dans le cas d'une transaction entre des partenaires indépendants. En tout cas, il y a à mon sens un engagement hors bilan qui fait du METP une solution plus confortable pour les prêteurs que le financement de projet sans recours, puisqu'une grande partie du risque est prise en charge par la collectivité.

D'où les questions à poser au plan économique : y a-t-il une transparence suffisante en ce qui concerne l'engagement pris par la collectivité ? Cet engagement est-il comptabilisé ? Et cette prise en charge se traduit-elle dans les coûts par un coût de financement inférieur à celui des financements de projet ? Car l'intérêt du METP, c'est d'augmenter les garanties, par rapport au financement de projet pur monter dans le cadre d'une concession, et donc de réduire les coûts. Puisqu'au plan financier, l'essentiel c'est la garantie de paiement des travaux qui est donnée par la collectivité à travers les prestations qui seront fournies. Ainsi, le

risque du prêteur étant moindre le coût devrait être moins élevé.

En guise de conclusion, on se référera à une autre notion des économistes : la théorie de l'agence. C'est-à-dire que si le financement de projet coûte cher, c'est que finalement le recours à une structure *ad hoc*, transfère non seulement les risques de dépassement de coût mais aussi de conflits liés à la gestion des travaux et leur exploitation à cette structure et qu'en définitif, cela doit conduire à en réduire le coût global pour la collectivité. C'est pourquoi le surcoût apparent qu'on peut noter est un coût d'agence, c'est-à-dire la contrepartie que la collectivité accepte de payer au concessionnaire pour qu'il contrôle à sa place les coûts de construction et d'exploitation. Et bien cela a vraisemblablement un prix.

Naturellement ce surcoût sera d'autant moins justifié que le concessionnaire se couvrira sur tous les risques bien qu'il soit légitime qu'il ne supporte pas tous les risques, notamment les risques d'instabilité juridique, fiscale ou politique qui peuvent être générés par la puissance publique et qui font souvent les délices des projets montés en France.