



Financement obligataire des partenariats public-privé : Quelles solutions pour les *project bonds* en France ?



Financement obligataire des partenariats public-privé :

Quelles solutions pour les
project bonds en France ?

Octobre 2014

Conditions d'utilisation de cette publication

L'*European PPP Expertise Centre* (EPEC) est une initiative impliquant la Banque européenne d'investissement (BEI), la Commission européenne, les États membres de l'Union européenne, les pays candidats et d'autres États. Pour des informations plus détaillées sur l'EPEC et ses membres, veuillez consulter le site www.eib.org/epec.

L'objet de cette publication est de stimuler les débats sur les partenariats public-privé et de favoriser la diffusion de bonnes pratiques dans ce domaine. Ce document a été rédigé en étroite collaboration avec maîtres Pascal Cuche, Hervé Touraine, Geoffrey Levesque et Marc Lordonnois du bureau de Paris de Freshfields Bruckhaus Deringer LLP. Il a fait l'objet d'échanges avec la MAPPP, membre de l'EPEC pour la France.

Les observations, analyses, interprétations et conclusions présentées dans cette publication ne reflètent pas nécessairement les points de vue ni les politiques générales de la BEI, de la Commission européenne, des membres de l'EPEC ou de Freshfields Bruckhaus Deringer LLP. Les membres de l'EPEC, y compris la BEI et la Commission européenne, ainsi que Freshfields Bruckhaus Deringer LLP déclinent toute responsabilité quant à l'exactitude des informations mentionnées dans le présent document ou au titre des conséquences de l'usage qui en est fait. Toute utilisation du contenu du présent document est donc faite exclusivement aux risques des utilisateurs.

L'EPEC et Freshfields Bruckhaus Deringer LLP autorisent les utilisateurs de cette publication à en consulter, télécharger, exposer, reproduire et imprimer le contenu aux conditions suivantes : (i) lors de l'utilisation du contenu, l'EPEC et Freshfields Bruckhaus Deringer LLP seraient reconnaissants aux utilisateurs de bien vouloir indiquer la source des informations publiées et (ii) l'utilisation de ce document ou de son contenu ne peut en aucun cas avoir des fins commerciales.

Table des matières

Synthèse	4
1. Introduction	6
2. Le contexte français.....	8
2.1. Le droit de la commande publique français	8
2.2. La levée des financements.....	10
2.3. L'adaptation des procédures de mise en concurrence aux caractéristiques du financement obligataire	15
3. Analyse des problématiques liées au droit de la commande publique soulevées par le recours à un financement obligataire sous forme de placement public - Propositions de solutions.....	17
3.1. L'évaluation des offres comportant un financement obligataire public	17
3.2. Difficultés soulevées par l'ajustement éventuel du coût global.....	21
3.3. La comparaison d'un financement bancaire avec un financement obligataire	23

Synthèse

Le financement obligataire peut prendre la forme d'un placement privé, dans lequel un nombre limité d'investisseurs institutionnels s'engagent fermement à souscrire des obligations à émettre dans le cadre d'un projet avant la survenance de l'émission à proprement parler, ou une émission publique, dans laquelle les obligations sont mises sur le marché et achetées au jour de l'émission par des investisseurs dont le nombre et l'identité sont, sinon indéterminés, du moins non certains avant le jour de l'émission. Le financement obligataire permet d'accéder à d'importants volumes de financement, à des maturités longues, à des taux qui sont généralement sensiblement plus bas que ceux proposés par le marché bancaire, surtout lorsqu'il s'agit d'émissions publiques.

En droit français, les opérations de PPP sont principalement mises en œuvre à travers soit des concessions, soumises au régime des délégations de service public, soit des contrats de partenariats. La procédure « Loi Sapin », qui s'applique à la mise en concurrence des concessions, est suffisamment flexible dans sa mise en œuvre pour autoriser sans difficulté particulière le recours aux solutions de financement obligataires (qu'il s'agisse de placements privés ou publics). Concernant les contrats de partenariat, la procédure de dialogue compétitif, impose de connaître le coût global de l'offre dès le stade de l'offre finale. Dans ce contexte, le recours à un financement obligataire à placement privé (c'est-à-dire souscrit par un ou plusieurs investisseurs identifiés à l'avance) ne pose pas de difficultés importantes à la personne publique. Le recours à une émission publique est en revanche plus complexe en ce qu'il conduit à maintenir jusqu'à l'émission à proprement dite, plusieurs semaines après la signature du contrat de PPP, un aléa sur la capacité effective du candidat retenu à lever les fonds et sur le coût de mobilisation de ces fonds (taux d'intérêt). Plus précisément, une telle situation induit, pour la personne publique, les difficultés suivantes dans la conduite de la procédure de consultation :

- Comment, sans fragiliser la consultation, ajuster le coût global proposé à l'offre finale pour tenir compte des résultats de l'émission publique ?
- Comment assurer une comparaison équitable entre des offres de financement obligataires entre elles et entre des offres bancaires et obligataires ?

La première difficulté peut être surmontée en décrivant dans le règlement de la consultation un mécanisme prédéterminé d'ajustement des conditions financières qui distingue le risque d'ajustement de l'estimation dû à une dégradation du profil de risque du projet (qui serait assumé par le partenaire privé), d'un risque de réceptivité des marchés, c'est-à-dire d'un risque d'évolution du marché obligataire à notation du projet inchangée entre l'offre finale et l'émission (qui serait assumé par la personne publique). Cette approche tendrait à se rapprocher de la pratique du financement bancaire qui veut que la personne publique conserve le risque d'évolution du taux de base (par exemple Euribor), jusqu'à la date de cristallisation des taux qui intervient souvent plusieurs mois après la date de signature du contrat PPP. La seconde difficulté peut quant à elle être dépassée en introduisant dans la notation financière

des offres un critère sur le degré d'engagement des fonds et en proposant dans le règlement de la consultation des hypothèses de taux obligataires en fonction de la pré-notation financière des projets afin de comparer ces taux à ceux proposés dans le cadre d'un financement bancaire.

La personne publique soucieuse d'autoriser le recours à une solution obligataire faisant l'objet d'un placement public veillera également dans tous les cas à adapter le calendrier de sa procédure en ménageant un délai pour la pré-notation de l'offre finale, en annonçant dans l'avis d'appel public à la concurrence la possibilité pour les candidats de proposer une solution obligataire et en adaptant le projet de contrat PPP aux exigences pratiques d'un financement obligataire, en particulier en ce qui concerne les clauses de résiliation anticipée du contrat.

La personne publique qui envisage de recourir à une solution de financement obligataire faisant l'objet d'un placement public doit en fait apporter une réponse à la question suivante : « Pour une économie substantielle probable sur le coût de financement de mon projet, suis-je prête à supporter davantage d'incertitude entre la sélection du partenaire privé et le bouclage du financement ? ». A chaque personne publique de répondre à cette question selon son rapport au couple économie/risque.

1. Introduction

La présente étude a été préparée par le *European PPP Expertise Centre* (EPEC) et par Freshfields Bruckhaus Deringer LLP. Elle est principalement destinée aux autorités publiques françaises, dans le but de les éclairer sur les possibilités de recourir aux obligations de projet (*project bonds*) pour le financement de projets de partenariat public-privé, qu'il s'agisse, en droit français, de délégations de service public ou de contrats de partenariat.

L'importance des investissements à financer dans le domaine des infrastructures publiques, la relative rareté de la ressource bancaire à long terme à faible coût et l'intérêt croissant d'investisseurs de long terme (des compagnies d'assurances et fonds de pension entre autres) pour la dette « d'infrastructure » ont ouvert la voie à la mise en place de structures de financement permettant d'intégrer ces investisseurs au financement de nouveaux projets. Les contraintes réglementaires encadrant l'activité de ce type d'investisseurs conduisent à structurer leur intervention sous forme de financements obligataires.

Le recours à des financements obligataires constitue à maints égards une évolution majeure pour le marché français. En effet, les partenariats public-privé noués en France (que ceux-ci aient pris la forme de concessions ou de contrats de partenariat) ont jusqu'à présent été financés de manière quasi-exclusive par un recours à de la dette bancaire. Aux yeux des autorités publiques et des *sponsors*, le financement bancaire des projets apparaît toujours comme une solution standard, à laquelle les procédures d'attribution prévues par la Loi Sapin (pour les délégations de service public) et par l'ordonnance du 16 juin 2004 (relative aux contrats de partenariat) sont bien adaptées. Or, bien que les financements obligataires constituent un mode de financement alternatif intéressant en ce qu'ils sont susceptibles d'apporter au financement d'infrastructures des maturités longues, des capacités de financement complémentaires très importantes et – dans certains cas – des conditions financières avantageuses, leur mise en œuvre perçue comme complexe s'avère soumise à des contraintes plus fortes que celles auxquelles les financements bancaires sont assujettis, en particulier en termes de procédure, de calendrier de mise en place et de documentation.

Dans un document publié en octobre 2012,¹ l'EPEC a identifié les principales difficultés susceptibles d'être rencontrées par les autorités publiques à l'occasion de l'organisation de procédures d'attribution de PPP permettant de recourir à un financement obligataire. La présente étude vise à analyser ces difficultés au regard du droit français de la commande publique.

Les difficultés identifiées par l'EPEC résultent pour l'essentiel des différences que présentent la mise en œuvre d'un financement bancaire et celle d'un financement obligataire, notamment en termes de structuration du volet financier des offres

¹ *Financing PPPs with project bonds – Issues for procuring authorities, October 2012*
(www.eib.org/epec/resources/publications/financing_ppps_with_project_bonds_en_11_11_2013.pdf)

devant être remises par les candidats, de jugement des offres, d'appréciation du caractère ferme du financement proposé ainsi que de prise en charge du risque d'évolution du prix proposé entre l'offre finale remise par le candidat retenu et la l'émission effective des obligations. La première partie de cette étude s'attache par conséquent à décrire les modalités de mise en œuvre de ces deux types de financements dans le contexte des procédures d'attribution applicables en France aux délégations de service public et aux contrats de partenariat. Elle rappelle les principes du droit de la commande publique français devant être respectés dans le cadre de la présentation et du choix des offres et qui sont susceptibles de soulever des difficultés dans le cadre de la mise en place de certains financements obligataires. Sur la base de cette description, la deuxième partie de la présente étude envisage les solutions et schémas susceptibles de permettre le recours à des financements obligataires, en particulier ceux prenant la forme d'émissions publiques, dans le respect des règles de mise en concurrence applicables en France.

2. Le contexte français

2.1. Le droit de la commande publique français

Le contexte réglementaire dans lequel les financements obligataires sont susceptibles de s'inscrire en France pour les projets d'infrastructures est moins uniforme que dans certains pays européens. En France, les partenariats public-privé (PPP) peuvent en effet prendre la forme soit de délégations de service public (soumises en particulier aux règles édictées par la loi du 29 janvier 1993 *relative à la prévention de la corruption et à la transparence de la vie économique et des procédures publiques* dite « Loi Sapin »), soit de contrats de partenariat (soumis quant à eux aux règles édictées par l'ordonnance du 17 juin 2004 sur les contrats de partenariat).

Les procédures de mise en concurrence applicables aux délégations de service public (**DSP**) et aux contrats de partenariat présentent des différences sensibles.

En effet, **les DSP**, contrats par lesquels une personne publique confie la gestion d'un service public dont elle a la responsabilité à un partenaire dont la rémunération est substantiellement liée aux résultats de l'exploitation du service, font l'objet en France d'une procédure négociée. Les textes applicables prévoient en effet que les DSP doivent faire l'objet d'une procédure de publicité permettant la présentation de plusieurs offres concurrentes. Une fois établie la liste des candidats admis à présenter une offre après examen de leurs garanties professionnelles et financières et de leur aptitude à assurer la continuité du service public et l'égalité des usagers devant le service public, la personne publique adresse aux candidats retenus un document définissant les principales caractéristiques attendues du projet ainsi que, le cas échéant, les conditions de tarification du service. Les offres remises par les candidats sont alors librement négociées par la personne publique qui, au terme des négociations, choisit le délégataire.

En pratique, une personne publique peut par conséquent, sans violer le principe de traitement égal des candidats, n'engager de discussions qu'avec un seul candidat ou discuter avec plusieurs candidats de manière parallèle : dans les deux cas, elle discute librement des offres qui lui ont été remises. Sous réserve que les modifications apportées à l'offre remise ne présentent pas un caractère discriminatoire pour les autres candidats et que les critères d'évaluation des offres retenus par la personne publique ne soient pas ignorés, la négociation – dont le déroulement pratique est librement fixé par la personne publique – peut aboutir à ce que les termes financiers de l'offre qu'elle retient soient ajustés, ce qui, comme on va le voir plus loin, facilite la mise en place de solutions de financement obligataire.

A cet égard, on relèvera que la directive Concessions définitivement adoptée le 11 février 2014 ne devrait pas modifier sensiblement la procédure d'attribution des DSP. Elle réserve en effet une grande marge de manœuvre aux pouvoirs adjudicateurs en ce qui concerne l'organisation de la procédure de passation dès lors que celle-ci respecte les principes essentiels d'égalité, de non-discrimination, de transparence et

de proportionnalité. Le pouvoir adjudicateur est notamment libre d'organiser une négociation avec les soumissionnaires, qui ne fait pas l'objet d'un processus défini. La directive précise toutefois que l'objet de la concession, les critères d'attribution et les exigences minimales ne doivent pas être modifiés au cours des négociations. On notera enfin que la directive Concessions impose la hiérarchisation des critères d'attribution de la concession, ce que n'imposait pas le droit français jusqu'à présent.

La procédure de passation **des contrats de partenariat** est en revanche beaucoup plus contraignante. Le recours à la procédure négociée n'étant possible que pour les contrats de partenariat de faible montant, seule la procédure de dialogue compétitif trouve en pratique à s'appliquer aux projets d'infrastructure. Celle-ci encadre plus étroitement les critères d'attribution du contrat ainsi que l'évolution des offres pendant la procédure de dialogue compétitif et après celle-ci.

S'agissant des critères d'attribution, les textes prévoient que figurent obligatoirement, outre les objectifs de performance et, s'il y a lieu, la qualité des ouvrages à réaliser, le coût global de l'offre. Conformément à la législation communautaire sur les marchés publics, les critères d'attribution sont obligatoirement pondérés ou, dans l'hypothèse où une pondération s'avèrerait impossible, hiérarchisés. Une fois les candidats sélectionnés sur la base des critères énoncés dans l'avis d'appel public à la concurrence, la personne publique engage avec chacun des candidats des discussions afin que ceux-ci affinent leurs propositions, la personne publique précisant quant à elle son projet : dans ce cadre, la nature du projet, les objectifs et performances attendues ne peuvent varier par rapport à l'avis d'appel public à la concurrence ; mais le dialogue peut porter sur l'ensemble des aspects techniques, juridiques et financiers du projet. Au cours d'une procédure de dialogue compétitif, une à deux propositions intermédiaires sont généralement remises par chaque candidat avant que la personne publique, estimant avoir identifié la ou les solutions susceptibles de répondre à ses besoins, invite chaque candidat à remettre une offre finale. A cette occasion, elle peut préciser les critères d'attribution du contrat, sans en changer toutefois la teneur.

Une fois les offres finales remises, celles-ci ne sont pas susceptibles d'évoluer sensiblement : la personne publique ne peut en effet que demander des clarifications, des précisions et des compléments, de sorte qu'une évolution du volet financier des offres finales n'est pas envisageable (les candidats étant tenus de s'engager sur un prix global ferme, qui est révisé selon le dispositif prévu par la procédure). Sur ce point, la personne publique ne peut guère que demander aux candidats ayant remis une offre finale de confirmer certains des engagements qui y figurent, notamment les engagements financiers. A cet égard, on relèvera que la directive marchés publics « secteurs classiques » adoptée le 11 février 2014 apporte des assouplissements à la procédure de dialogue compétitif. Elle prévoit d'une part que des « optimisations » puissent être apportées aux offres finales remises, sans que celles-ci puissent toutefois modifier les aspects essentiels de l'offre ou du contrat et, d'autre part, la possibilité pour les pouvoirs adjudicateurs de mener des négociations avec l'attributaire pressenti reconnu comme ayant remis l'offre présentant le meilleur rapport qualité/prix. Si cette négociation permet aux parties d'arrêter les clauses du marché, elle demeure toutefois très encadrée : l'article 30 de la directive précise en effet qu'elle vise à confirmer les engagements financiers ou

d'autres conditions énoncés dans l'offre remise et que le processus de négociation ne peut avoir pour effet de modifier de manière importante aucun des aspects essentiels de l'offre ou du contrat et ne doit pas risquer de fausser la concurrence ou d'entraîner des discriminations.

En l'état actuel du droit français, l'impossibilité de faire évoluer les offres finales ne signifie toutefois pas qu'en pratique le prix global soit figé dans toutes ses composantes une fois les offres finales remises, y compris lorsque les offres font l'objet d'un financement bancaire : comme on le verra plus loin, la personne publique demeure en effet notamment exposée au risque d'évolution des taux d'intérêt applicables à un tel financement jusqu'à la souscription des instruments de couverture de taux par la société de projet.

Enfin, l'attribution du contrat obéit à des règles strictes : le contrat de partenariat est en effet attribué au candidat qui a présenté l'offre économiquement la plus avantageuse en application des critères d'attribution pondérés ou hiérarchisés par la personne publique. Parmi ceux-ci peut figurer un critère ou sous-critère relatif à l'évaluation de la qualité et de la fermeté des engagements financiers de chaque candidat. Si la personne publique peut à cet égard demander au candidat pressenti ayant remis l'offre économiquement la plus avantageuse de confirmer les engagements contenus dans son offre, en particulier ses engagements financiers, c'est uniquement pour s'assurer que le bouclage financier du projet pourra effectivement avoir lieu et pouvoir, dans l'hypothèse où le candidat pressenti ne pourrait pas apporter la confirmation du financement complet du projet, éliminer ce dernier et poursuivre avec le candidat dont l'offre finale a été classée deuxième.

Si la procédure de passation et d'attribution des contrats de partenariat est bien adaptée aux modalités propres à la levée de financements bancaires, elle est, comme on va le voir ci-après, moins compatible avec le processus de mise en place d'un financement obligataire faisant l'objet d'un placement public.

2.2. La levée des financements

Les financements bancaires

Les conditions dans lesquelles les *sponsors* s'assurent de la levée des financements bancaires venant au soutien de leurs offres doivent répondre de manière adéquate, en termes de calendrier et de fermeté des engagements, à l'appréciation par la personne publique du prix de l'offre qui lui est remise, aux exigences posées par les procédures de passation applicables aux contrats de partenariat ou, alternativement, à celles moins contraignantes applicables aux DSP.

Concrètement, chaque candidat s'assure, avant la soumission de son offre, du soutien d'un pool de banques, sur la base d'un *term sheet* contenant un coût ferme de financement (s'agissant des commissions et marges bancaires et des marges applicables aux opérations de couverture de taux d'intérêt) ainsi que des niveaux d'engagement. L'offre initialement remise est ainsi accompagnée de lettres de soutien des banques dont le candidat s'est assuré le concours. L'offre finale est quant à elle accompagnée d'un *term sheet* plus détaillé (tenant compte, notamment,

de la version du contrat de projet ultimement proposée par la personne publique) ainsi que d'un engagement des banques de financer le projet dans les conditions prévues par le projet. Cet engagement est valable pour une durée relativement longue réputée couvrir la période comprise entre la date de soumission des offres finales et la date de signature des contrats de financement, celle-ci intervenant généralement concomitamment ou dans les jours suivant immédiatement la signature du contrat conclu par l'attributaire avec la personne publique. Compte tenu de la fermeté des engagements pris par les banques si les conditions définies par le *term sheet* sont réunies, le *term sheet* est habituellement validé par les comités de crédit de chacune des banques concernées. Les offres prévoyant un financement par dette bancaire présentent par conséquent un caractère de fermeté élevé s'agissant du financement dont le candidat devra assurer la levée s'il est retenu par la personne publique.

En outre, les processus de négociation finale du contrat de projet (DSP ou contrat de partenariat), de la documentation de projet (notamment les contrats de construction et d'exploitation-maintenance) et de la documentation de financement sont concomitants, de sorte que l'ensemble des documents peuvent être adaptés en fonction des évolutions que connaît l'un d'entre eux. Cela permet notamment, s'agissant des contrats de partenariat, d'ajuster le prix proposé pour tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt constatée sur le marché. A ce sujet, il convient de préciser que la quasi-totalité des financements bancaires prend la forme de financements à taux variables complétés par des instruments de couverture de taux souscrits par la société de projet emprunteuse. Ces instruments de couverture sont généralement mis en place à la fin de la période durant laquelle le contrat de partenariat et les principaux permis sont susceptibles d'être contestés et, en conséquence, la personne publique (qui porte ce risque de recours) reste exposée à la variation générale des taux d'intérêt sur les marchés pendant toute cette période.

En résumé, les modalités propres à la levée d'un financement bancaire permettent aux candidats de bénéficier d'engagements fermes à un stade relativement précoce de la procédure d'attribution et offrent aux personnes publiques un bon degré de certitude s'agissant du prix proposé par chacun des candidats (hormis en ce qui concerne la variation des taux d'intérêt constatés sur le marché comme déjà indiqué plus haut) et devant être pris en compte pour évaluer les offres remises.²

Les financements obligataires

Un financement obligataire peut faire l'objet de modalités de placement diverses.

² Signalons ici le recours à des mécanismes de titrisation qui sont souvent également qualifiés de *project bonds* et qui consistent dans les faits à un refinancement obligataire immédiat par les banques des prêts octroyés au partenaire privé. Dans ce cadre, une banque ou un *pool* de banques, cède immédiatement après sa mise en place le prêt consenti à la société de projet à un fonds commun de titrisation (FCT), qui émet des obligations (cotées ou non cotées) reflétant le prêt bancaire ainsi consenti. Le produit de l'émission obligataire permet de financer le projet puisque qu'avec le produit de l'émission le FCT verse à la banque ou aux banques cédantes le prix de cession de la créance que constitue le prêt attribué à la société de projet. Un tel mécanisme permet aussi aux obligations émises par le FCT de bénéficier de l'acceptation par la personne publique de la cession Daillly d'une partie des redevances d'investissement alors que les obligations ne peuvent pas bénéficier directement d'une telle cession et acceptation - acceptation qui confère un caractère irrévocable aux créances cédées.

Dans l'hypothèse d'un **placement public**, les titres émis dans le cadre de l'émission obligataire ont vocation à être souscrits par des investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension et les compagnies d'assurances, qui ne sont pas identifiés préalablement à l'émission obligataire. Le placement public ici considéré n'est pas une offre au grand public mais une offre destinée à des investisseurs qualifiés. Il constitue l'objet principal de la présente étude.³

Dans l'hypothèse d'un **placement privé**, le ou les investisseurs institutionnels sont identifiés au préalable et sont les seuls ayant vocation à souscrire à l'émission obligataire envisagée. **Du point de vue du droit de la commande publique et des contraintes encadrant les procédures d'attribution, le recours à un placement privé ne devrait poser que peu de difficultés eu égard aux similitudes que présente sa mise en œuvre avec ce qui se pratique dans le cadre d'un financement bancaire classique.**

Ces deux types de placements sont envisageables pour le financement des PPP. Si le placement privé s'avère particulièrement adapté aux projets de taille moyenne (de l'ordre de 100 à 500 millions d'euros de besoin de financement), le placement public d'une émission obligataire auprès d'investisseurs institutionnels semble devoir s'imposer dans le cas des projets de grande envergure (*jumbo projects*) tels que, par exemple, les grands projets d'infrastructures de transport, pour lesquels les besoins de financement sont généralement beaucoup plus importants et dans le cadre desquels il peut s'avérer, dès lors, beaucoup plus difficile d'identifier *ab initio* des investisseurs pour financer le projet. Il devrait notamment en être ainsi pour la plupart des projets pour lesquels l'initiative conjointe de la Commission européenne et de la BEI relatives au rehaussement d'obligations de projet (*Project Bonds Credit Enhancement Initiative*) sera mise en place.

Contrairement à un financement bancaire dans le cadre duquel les banques s'engagent sur une certaine durée de validité de leur offre de financement au stade de la remise des offres finales, un financement obligataire faisant l'objet d'un placement public repose essentiellement sur la liquidité des marchés financiers pour des instruments de dette faisant l'objet d'une notation (*rating*). **Dans un scénario normal, un financement obligataire offre des taux d'intérêt plus bas et des maturités plus longues que ceux offerts par un financement bancaire.** Toutefois, la société de projet et/ou la personne publique est confrontée au risque du placement de l'émission obligataire auprès des investisseurs qualifiés jusqu'au moment du bouclage financier et donc en particulier au risque d'une variation du prix.

Afin de procéder à une émission obligataire sous forme de placement public, le candidat à l'attribution d'un contrat public doit d'abord désigner une banque d'affaires comme chef de file (*lead manager*). La tâche de la banque chef de file est d'organiser la souscription de l'emprunt obligataire ; elle n'assure généralement pas elle-même le financement de tout ou partie du projet, même de façon transitoire

³ L'expression « placement public » est couramment utilisée mais quelque peu trompeuse. Il ne s'agit pas d'un placement destiné au public mais d'une émission de titres qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé. A l'occasion de l'émission et de l'admission à la cotation de ces titres (marché primaire), ils font généralement l'objet d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels.

(*underwriting*). Par conséquent, les lettres de soutien émises par la banque chef de file dans le cadre de la procédure d'attribution d'un projet ne contiennent généralement qu'un engagement de faire ses « meilleurs efforts » et, à la différence des lettres remises par les banques arrangeuses d'un financement bancaire, ne comportent pas d'engagement de mettre à disposition des fonds.

A l'instar du *term sheet* convenu avec les arrangeurs dans le cadre d'un financement bancaire, la lettre de mandat initiale du chef de file décrit les conditions auxquelles seront soumises les obligations proposées. Toutefois, dans ce *term sheet*, l'accent est moins mis sur les exigences contractuelles que sur des considérations relatives au marché, à savoir, en particulier, sur (i) le marché propre à l'investisseur obligataire cible (par exemple, les sociétés d'assurance européennes), (ii) la stratégie de commercialisation (par exemple, des sondages du marché réalisés à un stade relativement précoce), (iii) la notation cible du projet à financer (par exemple, la notation A-), (iv) le prix cible (par exemple, le différentiel (*spread*) par rapport aux taux d'intérêt des obligations émises par l'Etat), (v) le marché sur lequel l'obligation sera cotée, (vi) l'identité de l'agent fiscal et de l'agent payeur et (vii) la structure des commissions.

Bien que le chef de file puisse solliciter des investisseurs potentiels à un stade précoce de la procédure, toute indication de prix est, à ce stade, soumise aux aléas que constituent les évolutions du marché et la notation du projet. Les investisseurs institutionnels saisissent en effet les opportunités s'offrant à eux, qu'ils jugent à l'aune de leur stratégie d'allocation d'actifs dans son ensemble, d'une grille tenant compte de la catégorie d'actifs concernée, du rendement et de la notation d'un projet donné. Dans le cadre de la remise d'une offre finale, et en vue de procéder à l'émission obligataire envisagée, le chef de file sollicite une ou deux des principales agences de notation afin d'obtenir la notation à titre indicatif des obligations qui seront émises par la société de projet. L'évaluation faite par les agences de notation est basée à la fois (i) sur les prévisions financières du projet, (ii) une explication de la structure de l'opération reflétant les risques auxquels la société de projet sera confrontée, (iii) le *term sheet* de l'emprunt obligataire et (iv) les rapports d'audit juridique, technique et autres remis par les conseils dans le cadre de la structuration du projet. L'obtention d'une notation à titre indicatif auprès des agences de notation prend habituellement de l'ordre de six à huit semaines.

Une fois obtenue la notation à titre indicatif du projet et si le candidat a été choisi, la rédaction de la documentation financière peut débuter durant la phase de mise au point. Outre les conventions de crédit et les sûretés, cette documentation comprend un prospectus d'émission contenant une information détaillée sur tous les aspects de l'émission obligataire proposée. Sur la base du projet de prospectus, le chef de file entame la commercialisation de l'émission envisagée auprès des investisseurs potentiels (notamment en participant à des *road shows*) et finalise le prix de l'émission. La notation à titre indicatif est ensuite définitivement confirmée une fois que tous les documents relatifs à l'émission obligataire sont en forme convenue, la notation finale de l'émission constituant une condition préalable au bouclage financier.

Le bouclage financier (c'est-à-dire l'émission des obligations) a généralement lieu une semaine après la signature de l'ensemble de la documentation de financement. C'est à ce moment-là que le taux d'intérêt définitif est connu, celui-ci pouvant donc être supérieur ou inférieur au taux figurant dans l'offre finale remise par le candidat. Comme on le verra ci-après, une variation à la hausse qui augmenterait le coût de financement du projet peut présenter un risque à la fois pour l'attributaire du projet, dans l'hypothèse où il doit supporter tout ou partie du surcoût induit, et pour la personne publique qui peut également avoir à supporter tout ou partie du surcoût et voir ainsi possiblement faussée l'évaluation des offres sur la base de laquelle elle a choisi l'attributaire du projet.

L'émetteur reçoit alors l'intégralité des fonds correspondant à l'émission souscrite et son obligation de remboursement naît de l'émission des obligations. Consécutivement à l'émission des obligations et à la réception des fonds, la société de projet place les fonds reçus dans des instruments sans risque à rendement limité. La différence entre (i) les intérêts dus aux obligataires et (ii) les intérêts produits par le placement des fonds non utilisés jusqu'à leur utilisation effective crée cependant un « coût négatif du portage » (*negative carry*).⁴

Pour conclure, il convient de souligner les avantages et inconvénients potentiels du recours à un financement obligataire dans le cadre d'un placement public. D'un côté, le processus de levée d'un financement obligataire, s'il s'agit d'un placement public, est plus long et plus complexe que celui présidant à la levée de financements bancaires ; en outre ce type de financement ne permet généralement pas à la personne publique de bénéficier d'un engagement ferme s'agissant de la levée du financement proposé tant en ce qui concerne l'existence d'un tel financement que de son prix. D'un autre côté, le recours au financement obligataire permet de lever des montants importants de financement (avec une maturité très longue), à un coût possiblement plus faible que celui d'un financement bancaire.

Afin de favoriser le recours à un financement obligataire (lorsque, compte tenu notamment des montants à financer, celui-ci apparaît comme une option pertinente), les personnes publiques doivent donc adapter les procédures de mise en concurrence aux exigences propres à la levée de ce type de financement.

⁴ Il est à noter que la mise en œuvre de solutions de versements différés (*deferred drawdown*) tend à se développer, limitant ainsi l'exposition de la personne publique au *negative carry*.

2.3. L'adaptation des procédures de mise en concurrence aux caractéristiques du financement obligataire

Comme rappelé ci-dessus, la procédure négociée suivie pour l'attribution des DSP est particulièrement souple ; elle peut, par conséquent, facilement faire l'objet des adaptations nécessaires à la mise en place d'une solution de financement obligataire, quelle que soit la forme de placement envisagée (placement public ou placement privé).

Bien que plus contraignante, la procédure de dialogue compétitif applicable à la passation des contrats de partenariat est également susceptible de faire l'objet des adaptations requises par la mise en place d'un financement obligataire.

Dans les deux cas, les aménagements suivants sont notamment envisageables :

- **L'avis d'appel public à la concurrence** (AAPC) publié par la personne publique devrait rappeler la possibilité pour les candidats de recourir à un financement obligataire, sans pour autant imposer une telle solution de financement. On peut en effet douter qu'une personne publique souhaitant que le financement du projet qu'elle lance soit de nature obligataire puisse imposer le recours exclusif à une telle solution. En effet, les candidats susceptibles de mettre en place un financement bancaire ne sont pas tous en mesure de mettre en œuvre un financement obligataire compte tenu, notamment, des spécificités de ce type de financement et de la nécessité d'une expérience préalable des marchés financiers. L'imposition d'une solution de financement au stade de l'avis d'appel public à la concurrence soulèverait de réelles difficultés au regard du principe d'égalité d'accès à la commande publique. Elle serait en effet indéniablement de nature à avantager les candidats capables de maîtriser la mise en place d'un tel financement et d'écarter des candidats présentant toutes les capacités techniques et financières requises pour mener à bien le projet dans le cadre d'un financement bancaire classique mais n'étant pas, pour diverses raisons, capables de remettre une offre comportant un financement obligataire. Surtout, dès lors que le recours exclusif à une solution de financement obligataire ne peut pas être justifié par l'objet et les caractéristiques du contrat de DSP ou de partenariat, l'adoption de ce critère de sélection serait contestable et susceptible d'entraîner l'annulation de la procédure. Par conséquent, les procédures d'attribution nous semblent devoir laisser aux candidats la possibilité de recourir à des financements bancaires ou obligataires, ce qui implique qu'au stade de l'évaluation des offres, la personne publique pourra être amenée à devoir comparer (en termes de fermeté, de robustesse et de coût) des financements de nature différente.
- **Le calendrier de la procédure** devrait être adapté aux contraintes propres à la levée d'un financement obligataire. On pense ici en particulier à la nécessité de laisser un délai suffisant aux candidats entre la demande et la remise de leurs offres finales (de l'ordre de 3 à 4 mois), et ce afin de leur permettre de faire procéder, une fois les aspects techniques et juridiques de leur offre stabilisés, à la notation provisoire de l'émission obligataire qu'ils pourraient envisager.

- **Les stipulations relatives au financement et aux indemnités de résiliation du contrat de projet** proposé par la personne publique devraient envisager les particularités propres aux solutions de financement bancaire et obligataire. Si le traitement contractuel de ces deux options de financement ne s'impose pas forcément dans le cas d'une DSP (la personne publique pouvant parfaitement n'envisager qu'une seule option de financement dans le cadre des discussions qu'elle peut avoir avec un candidat), il semble nécessaire dans celui d'un contrat de partenariat.

Ces aménagements faciliteraient à l'évidence le recours au financement obligataire, sans contrevenir aux procédures de mise en concurrence propres à la DSP et au contrat de partenariat.

Le recours à un financement obligataire, en particulier sous forme de placement public, soulève toutefois un certain nombre de difficultés relatives pour l'essentiel à (i) la comparaison et l'évaluation des offres ainsi qu'à (ii) l'ajustement du coût du financement une fois l'émission obligataire réalisée. Ces problématiques sont discutées en section 3 ci-dessous.

3. Analyse des problématiques liées au droit de la commande publique soulevées par le recours à un financement obligataire sous forme de placement public - Propositions de solutions

Compte tenu des règles de la commande publique rappelées ci-dessus et des spécificités relatives à la levée d'un financement obligataire, les pouvoirs adjudicateurs qui envisagent de proposer aux candidats de recourir à un financement obligataire, dans les cas où les investisseurs ne s'engagent pas à l'offre finale (typiquement dans le cadre de placements publics), doivent, selon nous, considérer les questions suivantes :

- **L'évaluation des offres à fin de comparaison des offres obligataires entre elles sur des bases équitables** - Il convient que la personne publique se mette en capacité d'élaborer et proposer à l'ensemble des candidats, avec l'aide de ses conseils, un référentiel qui leur permette de poser des hypothèses homogènes de taux de financement obligataire en fonction de l'estimation du niveau de risque résultant de la notation indicative de leur projet par les candidats ;
- **L'ajustement éventuel du coût global** - Le risque de variation du prix proposé par le candidat attributaire une fois l'émission obligataire réalisée, est d'une part difficile à assumer par les *sponsors* d'un projet et, d'autre part, susceptible de remettre en cause l'évaluation des offres par le pouvoir adjudicateur (risque contentieux) ; et
- **La comparaison d'un financement bancaire avec un financement obligataire** - L'engagement tardif des investisseurs obligataires par rapport à l'engagement d'une banque dans le cadre d'un prêt bancaire classique implique, concrètement, des difficultés pour appliquer le critère d'évaluation relatif à la fermeté et à la solidité de l'offre financière remise par les candidats lorsqu'il s'agit de comparer des offres prévoyant un financement bancaire et des offres comportant un financement obligataire.

Les paragraphes suivants développent ces problématiques et suggèrent des pistes de solutions.

3.1. L'évaluation des offres comportant un financement obligataire public

La notion de coût global utilisée pour évaluer et comparer les offres entre elles dans le cadre d'une procédure d'attribution d'un contrat de partenariat prévoit que le coût d'un projet pour la personne publique puisse faire l'objet d'ajustements visant à tenir compte de la variation de facteurs externes réputés indépendants du contrôle du partenaire privé tels que la variation de l'Euribor pour les coûts de financement bancaire ou encore les indices du coût de la construction (causes légitimes d'ajustement du prix).

Les idées sous-jacentes sont (i) que la personne publique est mieux à même de supporter les conséquences financières d'un risque macro-économique ou systémique⁵ dans la mesure où la gestion de cette incertitude lui est moins coûteuse que son transfert (qui implique sa forfaitisation en amont) au partenaire privé et (ii) qu'un tel ajustement peut ne pas induire de rupture d'égalité entre les candidats. La personne publique supportera donc en totalité⁶ le préjudice, ou bénéficiera en totalité du bénéfice, induit par l'ajustement.

Pour ne pas porter atteinte à la portée de l'engagement du candidat retenu à l'issue du dialogue compétitif, et ainsi ne pas créer de rupture d'égalité avec les autres candidats, l'ajustement doit pouvoir être opéré de façon objective et transparente.

Il en est ainsi, par exemple, le plus souvent, de l'ajustement du coût des travaux qui tend à tenir compte de l'inflation réelle en période de conception-réalisation et qui conduit à corriger le montant des travaux annoncé dans l'offre finale en révisant les montants des décaissements prévisionnels grâce à l'application d'une formule inscrite au contrat et à des indices à valeur statistique produits par un organisme officiel (par ex. : BT01 produit par l'INSEE). La période généralement couverte est la période entre la date de remise de l'offre finale et la date prévisionnelle de mise à disposition de l'équipement à la personne publique.

De la même manière, en matière de financement, **il peut être considéré que les évolutions du niveau général des taux d'intérêt entre la date de remise de l'offre finale et la date de bouclage financier relèvent du risque systémique et peuvent légitimement conduire à des ajustements transparents et objectifs du coût global du projet.** Dans le cadre du présent document, il est intéressant d'étudier et de comparer comment, pour quels déterminants du coût de financement et dans quelles proportions, ce légitime ajustement du coût global peut s'opérer dans une solution de financement en dette bancaire et dans une solution obligataire.

Ajustement du coût global dans le cas du financement par dette bancaire

La pratique est que les candidats, et à travers eux les banques, s'engagent sur l'apport effectif des fonds (en totalité ou en partie selon les opérations et l'état des marchés financiers), des maturités, des niveaux de commissions et des niveaux de marge sur taux variable. Pour calculer le coût du financement, composante du coût global, il est donc nécessaire aux candidats et à la personne publique de définir des hypothèses de taux de référence (sur lesquels seront appliquées les marges) et de *swap* (passage du taux variable au taux fixe). Classiquement, afin d'assurer la bonne comparabilité des offres entre elles et la consistance de l'évaluation, des hypothèses sont soumises par la personne publique dans le règlement de consultation. Dans un tel cas, la personne publique reste donc exposée au risque d'évolution défavorable du taux de référence, typiquement le taux interbancaire (Euribor), et au risque d'évolution défavorable du marché des *swaps*⁷ entre la date de remise de l'offre

⁵ Par opposition au risque spécifique du projet.

⁶ Différentes modalités peuvent être prévues : il peut arriver que la personne publique fasse supporter tel ou tel risque par la partie privée à concurrence d'un montant forfaitaire agréé.

⁷ A noter cependant que les marges applicables aux *swaps* sont, comme celles applicables aux crédits, fixées dans l'offre des banques.

finale et la date de passage à taux fixe (cristallisation des taux). L'indice Euribor est un indice publié et transparent qui n'est pas susceptible d'avantager l'un ou l'autre des candidats. L'évolution du coût des *swaps* est en revanche plus difficilement appréciable en partie à cause du manque de liquidité du marché des *swaps* à long terme, amplifié par le fait que dans un PPP les banques « swapeuses » sont généralement les banques prêteuses, et de la nature structurée du financement sous-jacent (ex. sculptage du profil de tirage et du profil de remboursement). Il s'agit clairement d'un marché moins parfait, au sens de la théorie économique, que le marché du crédit interbancaire à court terme.

Il est dès lors intéressant de noter ici que, **ce qui est parfois perçu par les autorités adjudicatrices comme un engagement ferme de financement à un coût déterminé, recouvre en fait un niveau de certitude moins grand qu'il n'y paraît au moins sur le volet coût puisque seules une partie des composantes du taux global, à savoir la marge bancaire et la marge de swap, est réellement fixée**, en l'absence de clauses d'ajustement de marché (*market-flex*) qui peuvent en outre exister même si elles sont rares. Les deux autres composantes, à savoir l'indice de référence interbancaire et le coût du swap (hors marge), sont fixées par les marchés à la date de cristallisation des taux qui intervient souvent plusieurs mois après la date de remise de l'offre finale. Il est d'ailleurs intéressant de noter que certaines personnes publiques ont demandé à la partie privée de cristalliser les taux d'intérêt applicables au financement dès le jour de la signature du PPP afin de connaître exactement, à cette date, le coût total et réputé définitif du projet. Une telle demande n'est cependant pas sans conséquence pour les parties du fait du risque de recours contre le projet et des implications financières potentiellement élevées d'une rupture des instruments de couverture de taux.

Ajustement du coût global dans le cas du financement obligataire (émission publique)

La détermination du coût du financement dans un financement obligataire sous forme de placement public est sensiblement différente de celle décrite pour les financements bancaires. Même si les investisseurs sont souvent amenés à comparer le taux proposé par rapport à des taux de références de marché (obligations d'État par exemple), il n'y a en effet pas de construction du taux global proposé pour l'émission par addition d'une marge de crédit sur un taux d'intérêt de base du marché comme cela se pratique pour les taux bancaires. Il n'y a en outre pas à prendre en compte de marge de swap car les financements obligataires sont généralement d'emblée à taux fixe.⁸

Les conditions du taux fixe global sont entièrement fixées par le marché des investisseurs obligataires en fonction de la compréhension et de l'appétit que vont avoir ceux-ci s'agissant du couple rendement/profil de risque du projet, au moment de la commercialisation des titres. Il n'est donc pas possible dans ce cas de faire référence à un indice publié pour procéder à l'ajustement du coût global des financements entre la date de remise de l'offre finale et la date d'émission mais **l'on**

⁸ Dans certain cas ils peuvent être indexés de façon transparente sur l'inflation.

peut raisonnablement considérer que le marché des obligations faisant l'objet d'une émission publique s'approche suffisamment des caractéristiques du marché parfait pour ne pas pouvoir être significativement influencé par l'action du partenaire privé.

Au stade de la procédure d'attribution, le candidat étudie la faisabilité de la solution obligataire et s'engage à la mettre en œuvre. Il n'a toutefois pas la capacité à s'engager avec certitude sur la réponse que fera le marché en termes de liquidité et de prix. Pour calculer le coût du financement, il faut donc que les candidats et la personne publique posent des hypothèses de taux en fonction, entre autres, du niveau de risque du projet. Afin de permettre la comparabilité des offres de financement obligataire entre elles, ces hypothèses doivent être posées par la personne publique dans le règlement de consultation. La qualité de ces hypothèses sera confortée par la mobilisation, au côté de la personne publique d'un conseil financier, expert en marchés de capitaux, qui pourra d'ailleurs, en outre, éclairer la personne publique sur l'évolution du marché sur une base régulière tout au long de la procédure et jusqu'à la veille de l'émission obligataire.

Exposition da la personne publique lors de l'évaluation d'offres comportant un financement obligataire

Compte tenu de ce qui est exposé ci-dessus, il s'agit de répondre à **la question de savoir si, pour la personne publique, le niveau de risque sur les conditions de financement supporté dans un financement obligataire est plus élevé qu'il ne l'est dans un financement bancaire.**

Sur l'exposition au risque d'évolution du taux de financement :

- Si dans un financement bancaire, deux des trois composantes⁹ du taux de financement global restent exposées au risque d'évolution défavorable des marchés entre la date de remise de l'offre finale et la date de cristallisation des taux (généralement fin de période de recours sur le contrat), dans le scénario obligataire, l'ensemble du taux reste exposé aux aléas d'un marché pendant la période courant entre la date de remise de l'offre finale et la date de l'émission.
- On remarquera toutefois que s'il n'y a certes pas d'indice publié pour attester de l'évolution du marché obligataire, (i) dans le financement bancaire, les swaps sont généralement proposés par les banques prêteuses et, compte tenu du caractère possiblement très spécifique des couvertures recherchées, il est parfois délicat de trouver une référence qui soit considérée comme totalement indiscutable par les parties et (ii) le nombre important d'investisseurs actifs sur le marché obligataire offre la possibilité de vérifier que les conditions proposées sont bien « dans le marché ». **De ce point de vue un certain degré d'aléa existe sur l'obtention du taux global d'un financement bancaire comme sur celle du taux global d'un financement obligataire.**

⁹ Euribor, la marge applicable aux crédits et la marge applicable aux opérations de couverture de taux.

Sur l'exposition au risque de disponibilité des fonds :

- **Dans un financement bancaire, le candidat s'engage au stade de la remise de l'offre finale à apporter les fonds.** Il s'appuie lui-même pour cela sur un certain nombre de banques qu'il a mobilisées à ses côtés et qui ont la capacité de s'engager à souscrire chacune une partie du financement si le profil de risque ou les autres caractéristiques du projet n'évoluent pas entre l'offre finale et le bouclage financier. La pratique veut que, généralement, les candidats se couvrent du risque de défection d'une des banques en mobilisant un excès de dette potentiel. En cas de retrait d'une ou plusieurs banques, le candidat s'engage à rechercher une ou plusieurs autres banques qui accepteraient de financer le projet dans les mêmes conditions de risque, de marge et de maturité, ceci sans réévaluation du coût pour la personne publique.
- **Dans le cadre d'un financement obligataire (émission publique), il n'est pas possible d'obtenir un engagement des marchés avant que l'émission n'ait effectivement eu lieu.** Les marchés sont toutefois « lisibles » par les experts. Il reste en outre toujours la possibilité pour le candidat de s'engager à mettre en place une solution bancaire en cas d'échec de l'émission obligataire. Il est cependant difficilement envisageable de demander à un candidat de porter le risque de succès de l'émission obligataire et/ou de substitution à l'identique de celle-ci par un financement bancaire. Dans la pratique, c'est donc la personne publique qui porte dans ce cas le risque de mobilisation des fonds.

L'arbitrage auquel fait face la personne publique qui envisage d'orienter les candidats vers, voire simplement d'ouvrir la possibilité pour ceux-ci de recourir à un financement obligataire plutôt qu'à un financement bancaire pour son projet, peut donc se résumer de la façon suivante : « **Pour une économie substantielle probable en termes de coût de financement, suis-je prête à prendre un peu plus de risque entre la date de remise de l'offre finale et la date de bouclage du financement ?** » Ce risque porte à la fois (i) sur le niveau des taux, risque très relatif car il a été montré ci-dessus que les certitudes perçues en matière de financement bancaire laissent en fait la personne publique largement exposée aux risques des marchés et (ii) sur la capacité effective du partenaire à lever les fonds espérés au moment de l'émission, risque qui peut être limité en raison du *track record* et de la capacité des conseils qualifiés à suivre les évolutions des marchés obligataires.

3.2. Difficultés soulevées par l'ajustement éventuel du coût global

L'ajustement éventuel du coût global soulève des difficultés dans le cadre de l'attribution d'un contrat de partenariat. En effet, la variation du coût du financement à la hausse est susceptible de remettre en cause l'appréciation du volet financier de l'offre finale du candidat ayant proposé une solution obligataire à l'occasion de l'évaluation des offres de l'ensemble des candidats et, le cas échéant, le classement même des offres finales.

En outre, les règles applicables aux contrats de partenariat ne prévoient pas que le financement proposé par les candidats puisse être « ajustable » à la hausse après la remise des offres finales, c'est-à-dire que le coût global du financement proposé par le candidat puisse être supérieur à celui proposé dans l'offre finale (sous la réserve, bien entendu, de l'évolution du taux de l'Euribor et de celle du marché des *swaps*).¹⁰ Pour autant, comme on va le voir ci-après, rien n'empêche que le financement proposé par un candidat puisse faire l'objet d'ajustements, pour peu que la personne publique n'ait pas à supporter le risque d'une variation à la hausse du coût du financement par rapport à celui figurant dans l'offre finale du candidat.

Cependant, le portage du risque d'ajustement à la hausse par l'attributaire du contrat semble difficilement acceptable par ce dernier. Pratiquement, il ne semble pas envisageable qu'un *sponsor* soit prêt à porter le risque de l'estimation du taux de placement des obligations entre la date de remise de l'offre et la date d'émission quand, alternativement, il lui serait possible de recourir à une solution bancaire (ou obligataire sous forme de placement privé) nettement plus protectrice ; l'impact d'une évolution, même limitée, du taux de placement des obligations peut en effet avoir, compte tenu des niveaux de levier financier classiquement observés dans les opérations de PPP, un effet très significatif sur les conditions de rémunération des fonds propres et sur les ratios de couverture acceptables par les investisseurs.

Pour autant, il ne semble pas impossible de prévoir un encadrement de l'ajustement du coût final du financement obligataire par rapport à l'offre finale, étant précisé que la solution consistant à faire supporter intégralement l'ajustement du coût du financement obligataire par la personne publique doit être écartée dans la mesure où elle violerait incontestablement les règles de mise en concurrence applicables. A cet égard, une solution pourrait consister à faire porter par le secteur privé les conséquences d'un éventuel ajustement à la hausse du financement obligataire dans l'hypothèse où celui-ci résulterait d'une dégradation de la notation de son offre. A l'inverse, le secteur public porterait le risque d'une augmentation du coût du financement dans l'hypothèse où celle-ci résulterait d'une dégradation des conditions de placement à note équivalente. La prise de risque assumée par le secteur public ne serait dans ce cas pas très éloignée du risque de marché qu'il assume dans le cadre de la mise en place d'un financement bancaire.

Une autre solution, moins facile à mettre en place, consisterait à ce que les candidats optant pour un financement obligataire proposent une formule engageante d'ajustement du prix pour tenir compte de l'évolution du marché entre la date de remise de l'offre finale et la date de l'émission obligataire. L'évolution du prix proposé se ferait alors dans la limite d'une fourchette d'ajustement proposée par le candidat. Concrètement, si le coût de financement final devait être supérieur à la fourchette proposée, les coûts additionnels seraient supportés par l'attributaire du contrat (par le biais d'une rémunération plus faible de ses fonds propres). Inversement, en deçà de la fourchette, il bénéficierait d'un taux d'intérêt plus faible.

¹⁰ Un tel ajustement n'a été autorisé, dans le contexte de la crise financière et dans des limites assez strictes, que pendant une période temporaire (voir sur ce point la loi n° 2009-179 du 17 février 2009 pour l'accélération des programmes de construction et d'investissements publics et privés).

3.3. La comparaison d'un financement bancaire avec un financement obligataire

Si, comme on l'a vu ci-dessus, la procédure d'attribution permet la présentation d'offres comportant un financement bancaire ou un financement obligataire, la question demeure de savoir selon quelles méthodes la personne publique pourra objectivement comparer des offres de financement de nature différente. L'évaluation devra en effet pouvoir mettre en balance des facteurs tels que (i) le coût du financement, (ii) la fermeté du financement proposé et (iii) les conditions contractuelles du financement proposé. En particulier, le critère de la fermeté du financement proposé est susceptible de fausser l'évaluation et le classement des offres, un financement bancaire présentant généralement une certitude plus grande par rapport à un financement obligataire faisant l'objet d'un placement public.¹¹ La difficulté est moindre s'agissant des émissions obligataires faisant l'objet d'un placement privé, surtout lorsque les investisseurs s'engagent au stade de l'offre finale. En pareil cas, le financement obligataire présente un caractère de fermeté identique à celui d'un financement bancaire.

Il conviendrait donc que le critère de la fermeté du financement soit pondéré ou hiérarchisé.

S'agissant du coût du financement, il pourrait être envisagé que le conseil financier de la personne publique établisse une grille du coût du financement obligataire pour une notation donnée, grille qui serait communiquée aux candidats dans le cadre du dossier de demande des offres finales. Le coût du financement proposé serait alors estimé par la personne publique sur la base de la notation proposée dans l'offre de chacun des candidats ayant opté pour une solution de financement obligataire. Bien évidemment, la grille proposée par la personne publique pourrait faire l'objet d'une mise à jour pendant la période précédant la remise des offres finales afin de tenir compte de toute évolution significative du marché obligataire pour le type de projet concerné.

Dans ces conditions, le coût du financement serait apprécié par la personne publique sur la base de la notation obtenue et proposée par chaque candidat optant pour une solution de financement obligataire et comparé au coût de financement proposé par les candidats ayant opté pour un financement bancaire.

Au final, la notation des offres de financement de chacun des candidats, qu'elle soit bancaire ou obligataire, s'effectuerait sur la base de critères pondérés reposant à la fois sur le coût du financement proposé et sur le degré de fermeté des offres proposées, la personne publique pouvant surpondérer un critère par rapport à l'autre en fonction de sa sensibilité et de son arbitrage coût / certitude du financement.

¹¹ Etant par ailleurs précisé, comme on l'a indiqué ci-dessus, que la « lisibilité » des marchés permet d'apprécier la possibilité pour le candidat de réussir le placement obligataire qu'il propose.



Contacts

Pour information :

Secrétariat EPEC

☎ +352 4379-22022

☎ +352 4379-65499

✉ epec@eib.org

98-100, boulevard Konrad Adenauer

L-2950 Luxembourg

☎ +352 4379-1

☎ +352 437704

www.bei.org/epec