

Le financement des partenariats public-privé

Actualités, innovations et perspectives

22 mars 2012

Introduction

Laurent Mion, Avocat associé CMS Bureau Francis Lefebvre

Mise en œuvre du fonds commun de titrisation PPP Dispositif et enjeux

François Bergère, Directeur de la Mission d'Appui aux Partenariats
Public-Privé

Les modes alternatifs de refinancement des PPP

Grégory Benteux, Avocat CMS Bureau Francis Lefebvre
Responsable Financements et Dettes Structurés

Des besoins imparfaitement couverts

En pratique, les solutions évoquées (FCT de place, émissions obligataires...) sont essentiellement adaptées au financement de PPP pour des montants importants et portant sur des projets relativement homogènes

- **Or, le marché des PPP est protéiforme**
 - Diversité des projets
 - Grande variété de montants

- **Existent donc d'autres besoins à couvrir**
 - Besoin de refinancement des « petits » PPP
 - Besoin de refinancement de portefeuilles de projets diversifiés (taille, maturité, projets sous-jacents...)

- **Par ailleurs, les solutions évoquées (FCT de place, émissions obligataires...) peuvent être lourdes à mettre en place**
 - Consommatrices de temps
 - Génératrices de coûts de mise en place

- **Elargir la gamme d'investisseurs potentiels au-delà du marché obligataire plus classique** (par exemple, des investisseurs dans le cadre de placements privés ou de financements bilatéraux)

Les autres solutions, disponibles ou potentielles

- **Les obligations foncières - Rappels**
- **Emissions de titres de dette directement sécurisés**
- **Emissions de titres de dette indirectement sécurisés**

Les obligations foncières – Rappels

▪ Les sociétés de crédit foncier

Etablissements de crédit ayant pour objet de :

- consentir ou acquérir, en particulier, des « expositions sur des personnes publiques » ;
- Pour financer lesdites expositions, en particulier, émettre des obligations appelées obligations foncières bénéficiant du privilège défini à l'article L. 515-19 du Code monétaire et financier.

▪ Le privilège légal

- Nonobstant toutes dispositions législatives contraires, et notamment celles du livre VI du Code de commerce, les sommes provenant d'actifs éligibles, des instruments financiers mentionnés à l'article L. 515-18 du Code monétaire et financier (après compensation), ainsi que les créances résultant des dépôts sont affectées par priorité au service du paiement des créances privilégiées
- Créanciers privilégiés : porteurs des obligations foncières, créanciers fournissant d'autres ressources privilégiées, contreparties de *swaps* lorsque les instruments dérivés ont été souscrits par la SCF pour couvrir son actif et son passif, établissements de crédit assurant la gestion et le recouvrement des actifs de la SCF, frais annexes

Les obligations foncières et le financement des PPP (1/2)

▪ Les expositions sur personnes publiques

- Des éléments d'actif, tels que des prêts, ou des engagements hors bilan sur les personnes énumérées à l'article L. 515-15 du Code monétaire et financier ou totalement garanties par elles
- Liste non-exhaustive de l'article L. 515-15-II du Code monétaire et financier
- Question sur (i) l'éligibilité des prêts garantis par une créance publique et (ii) l'éligibilité des actifs publics « swappés » (pollution du risque public), au titre des actifs privilégiés de la société de crédit foncier

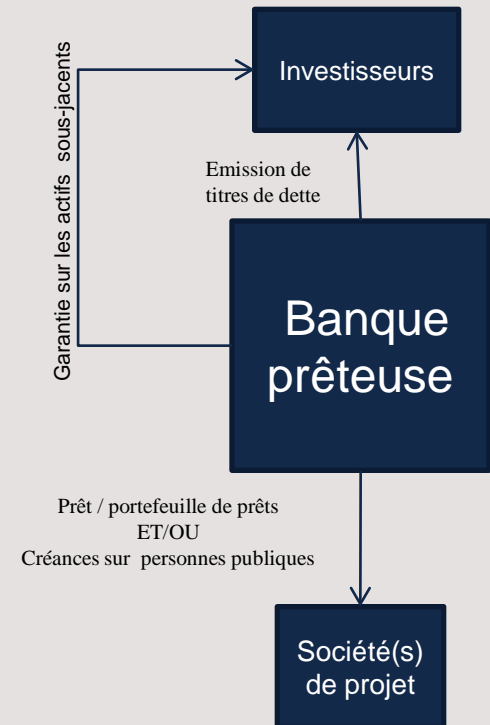
Les obligations foncières et le financement des PPP (2/2)

- **La confirmation légale de la possibilité d'obtenir une acceptation directe au profit de la SCF**
 - Résultant de la loi de régulation bancaire et financière n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 (nouveaux articles L. 515-21-1, L. 313-29-1 et L. 313-29-2 du Code monétaire et financier)
 - Régime aligné sur celui de l'acceptation en matière de bordereau Dailly
 - Maintien de la limite de 80% de la rémunération due au titre des coûts d'investissement et des coûts de financement
 - Acceptation subordonnée à la constatation par la personne publique que les investissements ont été réalisés
 - A compter de l'acceptation, aucune compensation ou exception fondée sur les rapports personnels du débiteur avec le titulaire du contrat de partenariat ne peut plus être invoquée

Les émissions de titres de dette directement sécurisés (1/2)

- Refinancement par émission de titres de dette de la banque prêteuse elle-même (ou par la souscription d'un prêt)
- Pour sûreté des titres de dette ainsi émis, utilisation d'une sûreté soumise au régime de la transposition française de la directive « Collateral » (articles L. 211-36 et suivants du Code monétaire et financier), portant sur les prêt et/ou les créances sur la personne publique
- Intervention d'un tiers en qualité de contrôleur de la garantie (à l'instar des mécanismes de *covered bonds* avec les contrôleurs spécifiques ou les *assets monitors*)

Contrôleur de la garantie



Les émissions de titres de dette directement sécurisés (2/2)

▪ Avantages

- Dual recourse : recours des investisseurs contre l'émetteur réhaussé par le portefeuille d'actifs
- Relative simplicité et souplesse de la structure
- Bénéfice des dispositions dérogatoires de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier : constitution et opposabilité de la garantie sur le prêt (ou le portefeuille de prêts) sans formalité
- Bénéfice des dispositions dérogatoires de l'article L. 211-40 : inapplication des règles du Livre VI du Code de commerce relatives aux procédures collectives

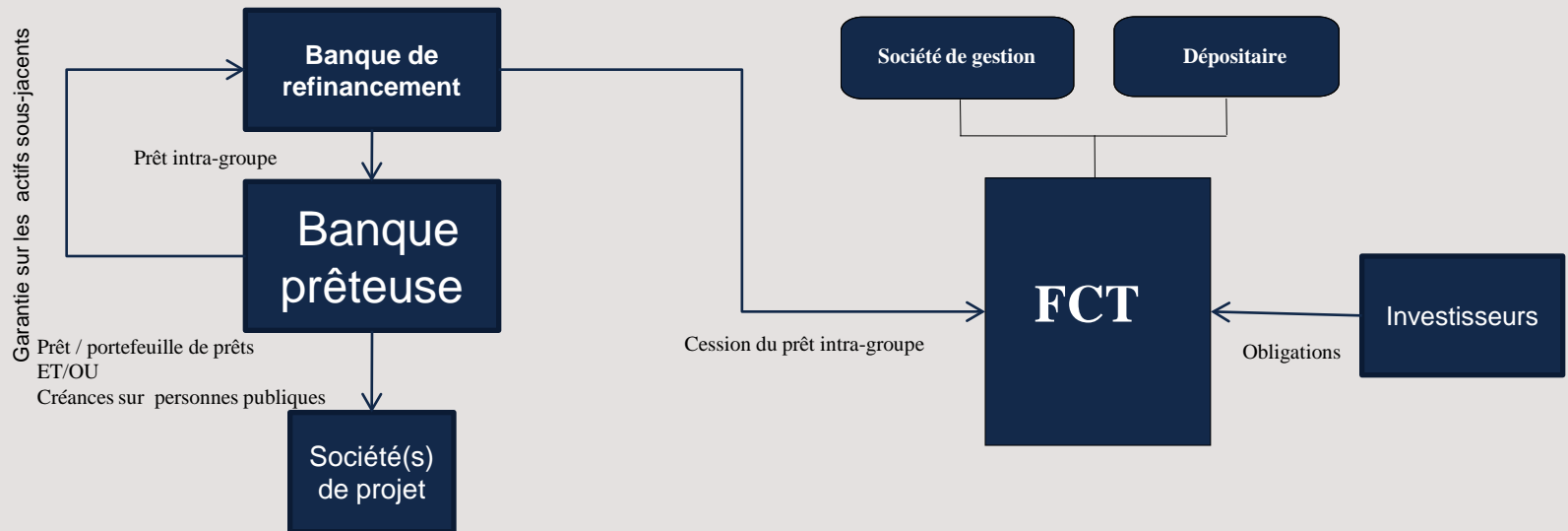
▪ Inconvénients

- Pour bénéficier pleinement des dispositions des articles L. 211-36 et suivants du Code monétaire et financier, seuls les investisseurs cités à l'article L. 211-36 1° peuvent être retenus (liste large mais réduisant tout de même la population-cible)
- Pour répondre aux exigences de l'article L. 211-38, nécessaire de prévoir, s'agissant des prêts et/ou des créances sur personnes publiques, soit un transfert de propriété à titre de garantie, soit une dépossession, soit un contrôle direct ou indirect par les créanciers/investisseurs

Les émissions de titres de dette indirectement sécurisés (1/2)

▪ Schéma

- Refinancement au moyen d'un prêt octroyé par une banque faisant partie du groupe de la banque prêteuse (le « **Prêt Intra-Groupe** »)
- Pour sûreté du Prêt Intra-Groupe, utilisation d'une sûreté soumise au régime de la transposition française de la directive « Collateral » (articles L. 211-36 et suivants du Code monétaire et financier), portant sur les prêt et/ou les créances sur personnes publiques
- Cession du Prêt Intra-Groupe à un fonds commun de titrisation, qui émet des titres de dette bénéficiant *in fine* de la garantie attachée au Prêt Intra-Groupe



Les émissions de titres de dette indirectement sécurisés (2/2)

▪ Avantages

- Dual recourse : recours des investisseurs contre l'émetteur réhaussé par le portefeuille d'actifs
- Base élargie d'investisseurs : le FCT étant éligible au bénéfice de la transposition française de la directive « Collateral », cette structure ne limite nullement les investisseurs potentiels
- Simplification en cas de réalisation de la sûreté : les investisseurs ne se retrouvent pas co-indivisaires des créances de prêts sous-jacents. Simplifie la mise en place d'un contrôleur de la garantie

▪ Inconvénients

- Structure intermédiaire : présence d'une société de gestion et d'une banque dépositaire, interposition du FCT (qui ne crée pas de risque juridique particulier compte tenu du régime avantageux du FCT)
- Pour répondre aux exigences de l'article L. 211-38, nécessaire de prévoir soit un transfert des prêts soit un contrôle direct ou indirect des prêts par les investisseurs.

L'articulation avec l'opération sous-jacente

- **Comment traiter le transfert et l'acceptation par la personne publique du transfert des actifs?**
- **Que prévoir en termes de clauses de refinancement dans le contrat de partenariat ?**

L'articulation avec la procédure de passation d'un contrat de partenariat

François Tenailleau, Avocat associé CMS Bureau Francis Lefebvre
Responsable Partenariats Public-Privé

L'adaptation de la procédure de passation au financement obligataire

- **L'analyse des textes (ord. du 17 juin 2004, directive 2004/18) a permis de considérer que la procédure de dialogue compétitif autorisait le dépôt d'une offre finale dans laquelle les candidats s'engageaient sur un prix global ferme, mais dont les volumes de financement n'étaient pas intégralement affermis**
 - Fiche « MAPP » : confirmation des engagements financiers après remise de l'offre finale en contrat de partenariat
- **Mais également de rappeler la possibilité d'un *closing* financier postérieur à la signature**
 - Le règlement de consultation doit prévoir cette possibilité et fixer les conditions d'engagement sur le prix global lors de l'offre finale
 - Le contrat doit envisager l'échec du *closing* financier : clause de résiliation, garanties

L'adaptation de la procédure de passation au financement obligataire

- **Dans le cadre des futures directives sur les marchés publics en cours de discussion, il est envisagé :**
 - D'assouplir la procédure de dialogue compétitif (avec une phase finale de négociation)
 - De créer, avec les mêmes cas d'utilisation, une « procédure concurrentielle avec négociation »
 - Pour ces deux procédures, les hypothèses de recours seraient plus ouvertes

- **En laissant une plus large place à la négociation, la possibilité d'introduire la possibilité d'un financement obligataire en phase finale devrait s'en trouver facilitée**

A quel moment l'émission peut-elle avoir lieu ?

- **Lorsque le contrat est devenu « définitif »**
- **La jurisprudence récente a très favorablement évolué en faveur d'un « objectif de stabilité des relations contractuelles »**
 - CE, 16 juillet 2007, Société Tropic Travaux Signalisation (recours des concurrents)
 - CE, 28 décembre 2009, Commune de Béziers (entre parties)
 - CE, 21 février 2011, Société OPHRYS (tiers autres que les concurrents)
- **Un risque, sans doute faible, d'annulation du contrat subsiste néanmoins et les acteurs financiers ne conçoivent pas de prendre un tel risque « administratif »**

A quel moment l'émission peut-elle avoir lieu ?

- **En cas d'annulation, à tort ou à raison, l'analyse communément admise est en effet de considérer que l'indemnité perçue par le cocontractant sur un fondement extracontractuel pourrait ne pas couvrir intégralement les sommes dues aux prêteurs au titre des dépenses réalisées**
 - Sur le fondement de l'enrichissement sans cause, la notion de « dépenses utiles » est perçue comme aléatoire
 - De plus, il subsiste un doute sur l'inclusion des « frais financiers » dans cette catégorie d'indemnités, en principe insusceptibles d'être amoindris par un partage de responsabilité (à la différence des indemnités perçues sur le fondement quasi-délictuel)
- **Ces raisons expliquent que l'émission ne saurait avoir lieu avant la purge des délais de recours**

L'articulation avec les spécificités d'une émission obligataire

Marc-Etienne Sébire, Avocat CMS Bureau Francis Lefebvre
Responsable Marchés de Capitaux

Placement des obligations

Répondre aux critères d'investissement de la cible d'investisseurs, notamment les entreprises régulées telles que les entreprises d'assurance

- **Placement**
 - Offre au public
 - Placement privé auprès d'investisseurs qualifiés

- **Cotation**
 - Sur un marché réglementé
 - Sur un marché non-réglementé (SMN/MTF)
 - Absence de cotation

- **Conséquences**

En cas d'offre au public ou d'admission sur un marché règlementé : prospectus visé par l'AMF (art. L.411-2 du Code monétaire et financier)

- **Notation**

Principaux acteurs

- **Emetteur**
- **Syndicat de placement (banques)**
- **Agent payeur / agent de calcul**
- **Agent des sûretés**
- **AMF**
- **NYSE Euronext**
- **Euroclear France / Euroclear / Clearstream**
- **Agences de notation**
- **Commissaires aux comptes**
- **Avocats**

Les principaux contrats

- **Prospectus**
Contient toutes les informations qui sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine et la situation financière de l'émetteur, ainsi que les droits attachés aux obligations et les conditions d'émission de ces dernières
- **Contrat de placement** (ou contrat de souscription ou de prise ferme)
 - Entre l'émetteur et les banques membres du syndicat de placement
 - Les banques s'engagent, sur la base d'un certain nombre de déclarations et d'engagements de l'émetteur et moyennant le paiement de commissions, à faire souscrire et faire payer (ou à défaut souscrire et payer elles-mêmes) les obligations, assurant ainsi la bonne fin du placement.
- **Contrat de service financier**
 - Entre l'émetteur, un ou plusieurs agent(s) payeur(s) et, le cas échéant, un agent de calcul
 - L'agent payeur est notamment en charge du « service des titres » pour le compte de l'émetteur pendant la durée de l'émission (recouvre notamment la gestion des flux financiers : paiement des intérêts et remboursement du principal aux détenteurs des obligations)
 - L'agent de calcul est en charge calcul des intérêts à payer

Calendrier

- **Contraintes liées au *pricing* de l'émission obligataire**
 - Nécessité d'une phase de commercialisation
 - Difficulté de lier les investisseurs au-delà de quelques jours avant l'émission
 - Permettre l'utilisation d'une fourchette de *spread*, qui serait annoncé lors de la remise de l'offre finale ?
 - Date de cristallisation du taux d'intérêt
 - Après la conclusion du contrat de partenariat et la purge des recours

- **Risques liés à la levée des fonds durant la période de construction**
 - *negative carry*, et/ou
 - risque « construction »

 - Possibilité de prévoir un *step-up* lors du passage à la phase d'exploitation

Quelques contraintes

- **Représentation collective des porteurs d'obligations : la masse**
 - Art. L. 228-46 du Code de commerce : « *Les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile* »
 - La masse agit soit par l'intermédiaire du **représentant de la masse** ou de **l'assemblée générale** des porteurs d'obligations
 - Représentant de la masse
 - A seul qualité pour engager toutes actions ayant pour objet la défense des intérêts communs des obligataires
 - Assemblée générale
 - Seule compétente pour autoriser une modification des modalités des obligations
 - Règles de quorum et de majorité
 - Entraîne une certaine lourdeur (notamment s'il faut négocier un *waiver*)

- **Procédure de vérification de l'actif et du passif pour les sociétés ayant moins de deux ans**
 - Art. L. 228-39 du Code de commerce
 - Société par actions n'ayant pas établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires
 - Commissaire désigné par le président du tribunal de commerce statuant sur requête

- **Les obligations sont des titres négociables**