



Finances publiques et financements privés : Quel nouvel équilibre pour les investissements des Etats ?

Frédéric Marty, Arnaud Voisin

► To cite this version:

Frédéric Marty, Arnaud Voisin. Finances publiques et financements privés : Quel nouvel équilibre pour les investissements des Etats ?. Politiques et Management public, 2012, 25 (3), pp.19-37. 10.3406/pomap.2007.2376 . halshs-00738677

HAL Id: halshs-00738677

<https://shs.hal.science/halshs-00738677>

Submitted on 4 Oct 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

« Finances publiques et financements privés : Quel nouvel équilibre pour les investissements des Etats ? »

Frédéric Marty

CNRS – GREDEG – Université de Nice Sophia-Antipolis
OFCE – Département « Innovation et Concurrence »

Arnaud Voisin

Direction des affaires financières du ministère de la Défense
CRIFP – Université de Nice Sophia-Antipolis

La raréfaction des fonds publics résulte à la fois de la dégradation des soldes publics et de la rigidification croissante des budgets. Le poids des dépenses irréversibles conduit à l'éviction des investissements publics. Face à cette contrainte financière, la demande d'infrastructures et d'équipements publics peut être partiellement satisfaite par le recours au financement privé. Au-delà d'un étalement des coûts des projets, les formules de partenariat public-privé apportent également une transformation de leur gouvernance. Les mécanismes contractuels qui en résultent peuvent permettre une meilleure maîtrise des coûts et des délais.

Toutefois, ces formules sont également porteuses de risques budgétaires et financiers. La longue durée des contrats peut à la fois rigidifier les budgets publics et les prestations fournies. Les partenariats public-privé portent aussi des risques financiers qui nécessitent la mise en place de mécanismes de garantie. L'utilisation raisonnée du financement privé conduit la puissance publique à adopter de nouvelles méthodes de choix d'investissement et de négociation des contrats. Elle doit également organiser le suivi de la prestation dans la durée et capitaliser l'expérience accumulée sur les partenariats public-privé

Les investissements publics connaissent depuis un quart de siècle un statut paradoxal. Les travaux sur la croissance endogène ont donné une légitimité nouvelle aux dépenses publiques en mettant en lumière le rôle moteur des infrastructures, de la recherche et de l'éducation dans la formation de la croissance (Guellec et Ralle, 1995). Or, dans le même temps, la part des investissements a décliné dans les budgets publics.

Le resserrement de la contrainte budgétaire, allié à la croissance de la demande sociale, a soumis les collectivités publiques à un réel stress budgétaire (Lüder, 1994). La multiplication des interventions de l'Etat et la croissance de dépenses difficilement compressibles a, par effet mécanique, défavorisé l'investissement. Dans ce contexte, le nouveau management public a mis en évidence l'efficacité limitée d'une gestion publique centrée sur l'obligation de moyens et prescrit le recours à des mécanismes de contractualisation autour de résultats à atteindre (Vincent-Jones, 2006). Cette approche contractuelle se traduit notamment par un nouveau partage du financement des investissements publics entre public et privé. Ce phénomène, fortement développé dans les pays anglo-saxons, s'est étendu aux pays en développement et à l'Europe continentale.

Dans le cas français, le recours aux financements privés préexistait sous la forme des délégations de service public. Il s'est élargi à un champ plus vaste d'activités avec le développement des partenariats public-privé (PPP). Ces contrats permettent de confier au secteur privé la gestion des infrastructures ou des équipements nécessaires à une mission de service public sans pour autant déléguer cette dernière. Ce foisonnement contractuel résulte de deux phénomènes. Le premier est la limitation des capacités d'investissement public, du fait des dépenses inéluctables et des contraintes liées aux critères de déficit et de dette publique du traité de Maastricht. Le second est le constat de la dérive des coûts de réalisation des projets et du manque d'entretien des infrastructures publiques.

Cet article s'efforcera de présenter les caractéristiques de cette nouvelle répartition du financement des investissements publics, les problématiques qu'elle soulève et les évolutions qu'elle induit dans la sphère publique, notamment en matière de critères de choix d'investissements et de mode de management de ces derniers. La contrainte budgétaire renforce les interrogations sur le niveau de la dépense publique et la pertinence de son allocation. Le coût réel des fonds publics rend le financement privé de projets publics attractif lorsque le projet s'y prête. Le recours au secteur privé permet à la fois un étalement des paiements sur la durée de vie de l'investissement et une meilleure maîtrise de son coût global. Ces nouveaux contrats ne sont pas toutefois sans soulever de questions quant à leur impact à terme sur les finances publiques et aux risques financiers propres aux partenariats public-privé. Leur développement induit un renouvellement des pratiques publiques, dans l'évaluation préalable, la négociation et le suivi des projets.

1 – LA CONTRAINTE BUDGETAIRE CONDUIT À REEVALUER L'INTERET DU FINANCEMENT PRIVE D'INFRASTRUCTURES PUBLIQUES

Le recours aux capacités de financement du secteur privé pour la réalisation d'investissements publics est généralement considéré comme un pis-aller, l'impôt et la dette publique permettant de lever des fonds à un coût moindre. L'évolution à long terme de la structure des dépenses publiques relance le débat sur le coût réel du financement de l'Etat et met en lumière les avantages potentiels des techniques de financement privé.

1-1 – La raréfaction des fonds publics et l'éviction des dépenses associées à l'investissement public

La croissance des dépenses inéluctables dans le budget de l'Etat réduit les marges disponibles pour l'investissement public. Cette raréfaction des crédits rend d'autant plus pertinente la notion de coût d'opportunité des fonds publics introduite par le calcul économique.

1-1-1 - Les symptômes de la raréfaction des fonds publics

La croissance des dépenses inéluctables dans le budget de l'Etat est un phénomène qui remonte au milieu des années 1970. Le dernier budget excédentaire de l'Etat date de 1975; depuis lors, le déficit budgétaire est devenu la norme, avec pour corollaire l'augmentation de la dette publique.

- *La rigidité croissante du budget de l'Etat*

Les niveaux de dette et de déficit publics ne seraient pas en soi problématiques si les dépenses publiques conservaient une certaine flexibilité d'allocation. Mais l'évolution du budget de l'Etat depuis trente ans montre une rigidification croissante du budget, alimentée par le poids des dépenses inéluctables et de l'irréversibilité de fait des rémunérations, des charges sociales et des dépenses d'intervention (Siné, 2006).

Les dépenses inéluctables correspondent à des engagements financiers de long terme de l'Etat, le remboursement de la dette et les pensions. La charge de la dette publique a plus que doublé entre 1982 et 2006, où elle atteint 15 % du budget en 2006, constituant avec l'éducation nationale la première politique publique de l'Etat. La dette publique au sens des critères de convergence de Maastricht s'élève à 66,6 % du PIB fin 2006, dont 52 % pour l'Etat. Il faudrait plusieurs années d'excédents budgétaires pour la ramener à sa valeur du début des années 1980, soit environ 20 % du PIB. Quant aux pensions, elles ont représenté un peu moins de 9 % en 1982, contre près de 12 % en 2006. L'évolution de ces dépenses est mécanique, du fait du vieillissement de la population. Au total, plus du quart du budget de l'Etat relève des dépenses inéluctables. Les dépenses d'intervention, dont le volume a explosé du fait de la montée du chômage, sont difficilement réversibles (RMI, politique de l'emploi...). Elles représentaient en 2002 de 28 % du budget.

- *L'éviction des dépenses d'investissement*

Il y a donc un effet d'éviction au détriment des dépenses de fonctionnement et d'investissement. La part des investissements publics s'est réduite au fil du temps: subventions incluses, ils ne représentent que 10 % du budget en 2002, contre 15,4 % en 1982. L'investissement direct civil affecté en premier, avec un effet partiel de substitution des subventions d'investissement¹. Depuis le milieu des années 1990, la réduction affecte également les dépenses d'équipement militaire. Si le volume des dépenses d'investissement est resté stable sur 25 ans, l'augmentation des dépenses publiques a été absorbée par d'autres postes budgétaires. Dans la nouvelle présentation budgétaire résultant de la Loi organique relative aux lois de finances (Lolf) de 2001, seuls les investissements directs civils et militaires sont présentés dans un nouveau Titre V, accroissant le poids des dépenses d'équipement militaire (80 % des crédits d'investissement 2007).

A la réalité de la contrainte budgétaire s'ajoutent les exigences du Traité de Maastricht lequel a introduit un objectif prudentiel de dette (60 % du PIB) et de déficit (3 % du PIB), assorti d'un dispositif institutionnel de "pression par les pairs". Les programmes de stabilité des Etats sont examinés et une gradation d'avertissements débouchant sur une procédure pour déficit excessif. Le respect des contraintes de déficit et d'endettement devient en soi un objectif de politique budgétaire. La situation budgétaire actuelle ne devrait pas connaître d'amélioration à brève échéance: à politique constante, les perspectives 2009 sont marquées par un service de la dette représentant 16 % du budget, des pensions dépassant 13 %, accroissant encore la contrainte sur les dépenses d'investissement.

1-1-2 - le coût des fonds publics est-il réellement inférieur à celui du financement privé?

La contrainte budgétaire, exprimée sous forme de ratios prudentiels d'endettement et de déficit par le Pacte européen de stabilité et de croissance, conduit à s'interroger sur les déterminants et le niveau du coût des fonds publics.

- *Comment calculer le coût des fonds publics ?*

Le financement public provient essentiellement de l'impôt et de la dette. En toute rigueur, le coût des investissements publics devrait intégrer celui de leur financement. Au Royaume-Uni, les ministères dépensiers s'acquittent d'un coût du capital annuel de 3,5% par an hors inflation, correspondant au taux d'actualisation public. En France, ce principe commence à être mis en œuvre en 2006, sous forme de « loyers budgétaires » correspondant à l'usage du parc immobilier détenu par les administrations (Marty et Voisin, 2006a). A l'heure où un système analogue est envisagé pour les actifs immatériels de l'Etat², il serait opportun de réfléchir à la mise en place d'un coût unique du capital public, à l'image du Royaume-Uni mais aussi d'autres pays de l'OCDE (Australie, Nouvelle-Zélande, Canada...).

¹ La montée du poids des subventions d'investissement est liée au recours croissant à la délégation de service public. Une partie des dépenses d'investissement a été également transférée aux autres collectivités publiques, à l'occasion de la décentralisation et du changement de statut de grands services publics (SNCF, EDF...)

² Le rapport Levy-Jouyet de décembre 2006 sur « l'économie de l'immatériel », propose que les administrations utilisatrices de fréquences hertziennes payent une redevance d'usage. Il s'agit de les inciter à mieux gérer leurs actifs immatériels, notamment en cédant les actifs inemployés contre une partie du produit de cession.

L'unicité du coût des fonds publics présenterait l'avantage d'homogénéiser les pratiques du calcul économique public. Par exemple, si le taux utilisé pour le calcul du coût des loyers budgétaires a été initialement fixé au coût moyen de la dette publique (5,12%), il a été modifié, en octobre 2006, pour s'établir au taux moyen de marché, notamment pour prévenir d'éventuelles distorsions (Cottureau, 2006).

Le taux d'actualisation public, fixé à 4% en termes réels par le commissariat général du Plan en 2005, ne résulte pas des marchés financiers ou du taux moyen de l'endettement public, mais d'une appréciation par les experts de l'université, du secteur privé et de l'administration de la préférence publique pour le présent. Dans les faits, ce taux doit être utilisé pour évaluer l'intérêt économique des projets et non pour déterminer leur mode de financement. Il coexiste avec le taux de l'obligation assimilable du Trésor (OAT), utilisé dans le cadre de l'évaluation préalable des contrats de partenariat, au nom de la théorie financière tendant à séparer la décision d'investissement du choix du mode de financement. Il s'agit d'éviter que la sélection des projets soit biaisée au détriment des projets dont seul l'investissement public permet le financement. L'utilisation du taux de l'OAT, qui incorpore l'inflation anticipée, constitue également un moyen d'intégrer la contrainte budgétaire. En effet, elle pénalise les projets dont les révisions de prix seront nettement supérieures à l'inflation.

De façon, plus générale se pose la question de l'éventuelle unicité des taux utilisés pour le public et pour le privé, laquelle revêt, comme l'a illustré le cas des loyers budgétaires (Marty et Voisin, 2006a), une importance déterminante dans les arbitrages réalisés dans le cadre des partenariats public-privé (Grout, 2003).

- *Le coût d'opportunité des fonds publics*

En parallèle à la question du taux d'actualisation et du coût des fonds publics se pose celle de l'impact économique du financement de l'Etat sur le reste de l'économie. Le coût d'opportunité des fonds publics mesure les externalités de la dépense publique sur l'économie. En effet, dans un marché de capitaux limités, les fonds prélevés par les Etats sont en concurrence avec le financement des investissements et des consommations privés. Le coût d'opportunité des fonds publics permet de fixer le niveau de rentabilité sociale de la dépense publique, qui doit être supérieur à la perte d'utilité subie par les agents privés. La rentabilité de l'investissement s'exprime sous forme d'un coefficient multiplicateur applicable aux flux de dépenses et de recettes publiques. Son calcul est sujet à débat, les études économétriques récentes donnant une fourchette de valeurs allant de 1,13 à 1,5 ; le rapport du groupe de travail Lebègue a recommandé en 2005 un coefficient de 1,3 dans le cas de l'Etat (Lebègue, 2005).

- *Vers un taux d'actualisation public implicite ?*

Le débat sur la vente des sociétés concessionnaires d'autoroutes à l'été 2005 a mis en lumière les difficultés de mise en œuvre du calcul économique public. Les recettes actualisées des autoroutes proposées à la vente ont été calculées en utilisant l'ancien taux du Plan (8 %), au lieu du taux de 4% résultant du rapport Lebègue engendrant de ce fait une polémique sur les recettes attendues de la privatisation. En partant du postulat que les choix publics sont rationnels et visent une optimisation globale des fonds publics, on peut considérer que dans ce dossier, le maintien du taux d'actualisation antérieur à 2005 a traduit la préférence pour le présent des décideurs.

Cet exemple pose la question plus générale de l'existence d'un taux implicite d'actualisation qui sous-tendrait les décisions de politique publique. Il permettrait d'expliquer pourquoi certains projets sont lancés et menés à terme en dépit de leurs surcoûts. Son calcul est simple, il s'agit du taux d'actualisation qui égalise les valeurs actuelles des flux prévisionnels d'un projet public et les flux réellement dépensés à son achèvement. Ce taux ne donnerait qu'une évaluation *a posteriori* de la décision publique à partir des projets d'investissement réalisés. Il est très probable qu'il soit spécifique à chaque projet, en fonction des conditions macroéconomiques du moment, du secteur d'activité concerné et de la demande sociale.

Le coût des fonds publics ne se résume donc pas à la qualité de la note attribuée à la dette publique et à ses taux. Cette perception classique rentre aujourd'hui en contradiction avec le constat de la réduction des crédits disponibles pour des dépenses nouvelles. Elle tend à rendre attractif le financement de certains investissements publics par le secteur privé.

1-2 – L'intérêt du financement privé dans le contexte budgétaire actuel

Face à la contrainte budgétaire et à la sous-estimation du coût des fonds publics, le financement privé peut contribuer à une meilleure gestion des projets publics, en individualisant l'évaluation des investissements et en introduisant des méthodes de gouvernance privée de ces projets.

1-2-1 - Le financement privé réintroduit l'évaluation au cas par cas des projets d'investissement

La dette publique est appréciée en fonction du seul critère de la capacité des Etats à la rembourser. Pour les pays européens, la pertinence des politiques publiques entre rarement en compte dans la notation de la dette. Les investissements financés par l'Etat ne sont pas examinés au cas par cas, mais considérés de façon globale.

- *Les limites de la mutualisation des risques par l'Etat*

On pourrait en effet considérer qu'en raison de la diversité de ses domaines d'action, l'Etat mutualise mieux les risques que ne pourrait le faire le secteur privé (Samuelson, 1964). Le risque supporté par l'Etat dans un projet déterminé devrait être apprécié en fonction d'un portefeuille comprenant l'ensemble des projets publics. Cette diversification aboutirait à une situation où la réalisation d'un risque donné ne représenterait qu'une fraction infime des disponibilités financières totales.

Toutefois, la mutualisation du financement public des projets n'est pas toujours une stratégie optimale. Arrow et Lind (1970) en montrent les limites: associer des investissements productifs avec des investissements qui le sont moins dans d'autres états de la nature peut réduire le montant de l'investissement total. En confiant au secteur privé les investissements que ce dernier peut rentabiliser (perception de redevances ou paiements directs de la collectivité publique), l'Etat peut orienter ses crédits vers les opérations qu'il est le seul à pouvoir financer.

Pour autant, cette répartition optimale n'est envisageable que si le risque associé aux investissements publics peut être transféré au secteur privé. L'adage veut que L'Etat soit son

propre assureur, mais ce principe s'applique lorsqu'il doit pallier les échecs du marché. Les risques courants d'un projet public peuvent généralement être assumés par le secteur privé, notamment par le constructeur (Guide des contrats de partenariat, 2005). Les risques qui relèvent exclusivement de l'Etat résultent le plus souvent de son action ou sont par nature impossibles à assurer à un coût acceptable. .

Il faut souligner, en outre, que les développements du marché contribuent à repousser la frontière entre l'assurable et le non assurable. Ainsi, les produits financiers ont permis d'étendre les mécanismes de couverture à des risques tels que les variations de prix des matières premières et de l'énergie). A ces instruments de couverture, se sont ajoutées les techniques de titrisation (de Boissieu, 2000). Si ces instruments connaissent des limites, notamment lorsqu'ils sont utilisés à mauvais escient, ils contribuent toutefois à permettre le partage des risques sur lequel se fonde la logique des partenariats public-privé.

- *Le financement privé, une externalisation de l'évaluation des projets publics ?*

Le recours à un financement privé d'actif permet de réintroduire dans la sphère publique une évaluation de marché de ses projets d'investissement. Depuis les années 1970, le secteur privé a mis en place des techniques dites de financement sur projet. Dans ces montages, l'entreprise promotrice du projet recourt à une société juridiquement autonome chargée de porter ce dernier. Les financeurs du projet sont rémunérés sur les recettes de cette entité et prennent en charge une part importante des risques du projet. L'actif créé ne figure pas dans les comptes de l'entreprise promotrice. Ce type de montage est devenu un fondement des *Private Finance Initiatives* britanniques et au-delà, des partenariats public-privé qui se développent en Europe continentale (Vinter, 1997).

En financement de projet, les prêteurs évaluent l'intérêt du projet en fonction de sa rentabilité intrinsèque et non de la situation financière de l'entreprise promotrice. Dans ces montages où l'endettement représente environ 90% des coûts d'investissement, les organismes financiers effectuent une évaluation rigoureuse de la rentabilité du projet (*due diligence*), qui va déterminer sa "bancabilité", c'est-à-dire la possibilité ou non de le financer (Lyonnet du Moutier, 2006).

Dans ce processus d'évaluation, les banques s'entourent de conseils spécialisés et d'experts. Des simulations sont réalisées afin de déterminer les scénarii les plus probables, en prenant en compte les risques du projet. Il s'agit de s'assurer de la rentabilité de l'opération même dans un scénario dégradé. Dans le cadre de projets financés par émission de titres, cette évaluation est réalisée par les grandes agences de notation (*Standard and Poor's, Moody's, Fitch Rating*). La notation repose sur l'anticipation du risque de défaut de la société de projet. Elle prend en compte un ensemble de paramètres tels que le niveau des risques liés à l'opération, le degré d'incertitude pesant sur les flux de revenus, les besoins de financement de l'opérateur ou les clauses du contrat. Elle repose principalement sur la capacité de la société de projet à faire face à ses engagements financiers. En recourant à une formule de type PPP, l'Etat externalise l'évaluation financière de ses projets. Il s'agit d'arbitrer entre le surcoût potentiel du recours au secteur privé et une meilleure information sur la soutenabilité financière de ses investissements.

1-2-2 - Le financement privé induit une transformation de la gouvernance des projets

La gouvernance des projets publics souffre des aléas du financement budgétaire, de la faible prise en compte financière et de l'insuffisant pouvoir incitatif des contrats sur les prestataires. Utilisé à bon escient, le financement privé permet de remédier à ces limites.

- *Le financement de projet et la contrainte budgétaire annuelle*

En premier lieu, le financement privé de projet permet d'adapter les paiements de l'Etat à ses disponibilités financières. En effet, les flux de paiement d'un partenariat public-privé sont largement déterminés par le remboursement des emprunts contractés par le secteur privé. Or, ces modalités peuvent être adaptées au cas par cas, à tel point qu'on parle de "sculpter la dette" (IGD 2006). Les modalités de remboursement de l'emprunt sont d'autant plus adaptables que la durée du projet permet de minorer les annuités dues par l'Etat.

Les différents montages financiers possibles permettent de faire face à des projets de taille variée. Les opérations de petite taille, notamment celle des collectivités territoriales, peuvent être financées par les fonds propres et l'endettement classique de l'opérateur. Les opérations de plus grande ampleur peuvent s'appuyer sur le marché bancaire, voire sur les marchés financiers, qui peuvent absorber des projets de montants unitaires de plusieurs milliards d'Euros.

- *Le pouvoir de rappel du paiement à la performance*

Les partenariats public-privé permettent également d'introduire des incitations à la performance efficaces³, dans la mesure où il s'agit moins de contrats de type remboursement de coûts que de contrats de type prix fermes. Le remboursement de la dette étant une composante essentielle des paiements versés au prestataire, les organismes bancaires exigent le respect d'un ratio annuel de couverture de la dette (ADSCR - *Annual Debt Service Cover Ratio*), d'au moins 1,2⁴. Il signifie que les paiements diminués des coûts d'exploitation doivent être supérieurs de 20 % à l'annuité d'emprunt due.

- *La maîtrise du coût du projet sur son cycle de vie*

Aux paiements à la performance s'ajoute le caractère global des partenariats public-privé, favorisant la maîtrise des coûts du projet sur son cycle de vie (Hart, 2003). Un prestataire chargé de la construction d'un actif public peut être tenté de diminuer ses coûts en sacrifiant la qualité de l'ouvrage, créant des surcoûts futurs de maintenance et d'entretien. S'il est en revanche également responsable de la maintenance voire de l'exploitation de cet actif, il sera conduit à effectuer un meilleur arbitrage économique entre les différentes phases du projet. Sachant que les coûts d'exploitation représentent jusqu'aux trois-quarts du coût global d'un projet, il s'agit d'un levier incitatif efficace. Dans un contexte de raréfaction des fonds publics disponibles pour l'investissement, le recours au financement privé peut contribuer à limiter le recours aux dépenses en capital, afin de les réserver aux investissements qu'elles seules permettent de réaliser. Les partenariats public-privé, qui combinent investissements privés,

³ Le paiement à la performance fait partie des clauses obligatoires dans un contrat de partenariat (ordonnance du 17 juin 2004).

⁴ La Banque mondiale recommande, de façon très générale, que ces paiements soient supérieurs à 1,3 annuité d'emprunt. Dans une opération présentant peu de risque, il sera plutôt fixé à 1,2 (cas des Private Finance Initiatives britanniques). Dans les projets risqués du secteur privé (concession minière par exemple), il pourra aller jusqu'à 2 annuités (Lyonnet du Moutier, 2006).

contrats globaux et paiement à la performance, peuvent également contribuer à limiter la dérive de coût des investissements publics.

2 – LE RECOURS AU FINANCEMENT PRIVE CONDUIT L’ETAT A ADOPTER DE NOUVELLES PRATIQUES DANS LA GESTION DE SES PROJETS

S’il permet de résoudre bon nombre des défis qui se posent aux finances publiques, le recours au financement privé n’en est pas moins porteur d’un certain nombre de risques ou difficultés. Il appartient à la personne publique d’adapter ses pratiques afin d’utiliser au mieux les financements privés.

2-1 - Les limites du recours au financement privé

Les partenariats public-privé constituent des engagements à long terme pour les Etats et sont porteurs de risques spécifiques à cette forme de contrat.

2-1-1 - La rigidification des dépenses publiques

Contrats de longue durée, les partenariats public-privé peuvent contraindre durablement les budgets publics. Toutefois, leur poids dans les dépenses publiques est limité et nombre d’investissements publics classiques sont implicitement irréversibles.

- *Un facteur potentiel d'augmentation des dépenses inéluctables*

Trois grands facteurs peuvent induire des dérives dans les coûts publics et transformer les engagements liés aux partenariats en de véritables *services votés*, contribuant encore à réduire les marges de manœuvres budgétaires à disposition des pouvoirs publics.

Le premier biais consisterait à sélectionner les projets publics en fonction de la facilité avec laquelle ils pourraient faire l’objet de financements privés et non sur le critère de leur utilité sociale. Le PPP deviendrait alors un simple instrument de paiement différé. Celui-ci pourrait avoir pour effet mécanique d’accroître le volume de la dette qui pèsera sur les générations futures pour satisfaire les intérêts présents (Marty, Trosa et Voisin, 2006).

Le second risque serait de sacrifier l’adaptabilité des prestations aux évolutions futures des besoins sociaux, allant à l’encontre du principe de mutabilité du service public. La spécification précise des services attendus dans le cadre des PPP pourrait se traduire par une *commodification* de ceux-ci, c’est-à-dire leur réduction à une définition restrictive et peu évolutive (English et Skellern, 2005). Un tel phénomène est accentué dans des secteurs où l’évolution des besoins sociaux est très rapide, comme le domaine hospitalier (Froud, 2003). Ainsi, à l’instar de tout contrat de long terme, un partenariat public-privé dépourvu d’une certaine flexibilité peut s’avérer très rapidement collectivement sous-optimal (Olsson, 2006). La flexibilité du contrat permettrait à la fois de réduire le risque de rupture de l’équilibre économique du contrat et de tirer profit d’évolutions permettant d’accroître la valeur du service rendu (de Neufville et Scholtes, 2006). Mais elle suppose de renoncer à l’optimisation initiale de l’avantage socio-économique du projet. Notons que la prise en considération de la flexibilité des projets ouvre à une évolution des critères et des méthodes traditionnellement utilisées dans le calcul économique public vers celles aujourd’hui communément développées dans la sphère privée en matière de choix d’investissement, en l’occurrence la théorie des options réelles (Guesnerie, 2006). D’ailleurs, la valorisation des gains issus de la flexibilité

des projets par celle-ci peut renverser les évaluations publiques en matière de rentabilité des projets.

Le troisième risque dérive de cette exigence de renégociations, liée à l'impossibilité de rédiger des contrats complets. Non seulement les parties ne sont pas en mesure de prévoir tous les états futurs du monde, mais l'adaptation des prestations suppose que des renégociations soient périodiquement menées avec l'opérateur. Si la renégociation est en elle-même logique et souhaitable dans une perspective de contrats de très long terme (Hart et Moore, 1988), elle peut cependant se traduire par la mise en œuvre de stratégies opportunistes de la part de chaque contractant, lesquelles sont susceptibles de remettre en cause l'efficacité des contrats (Grout, 1997). Chaque partie peut être tentée d'imposer des conditions léonines en tablant sur leur acceptation forcée par l'autre partie du fait des investissements irrécupérables déjà engagés ou de l'obligation de garantir la continuité du service (Green et Laffont, 1992). Par exemple, la fréquence et la précocité des demandes de renégociations des contrats dans le cas des pays en développement a été analysée comme la manifestation de stratégies dites de *hold-up* par lesquelles un prestataire profite de la disparition de la contrainte concurrentielle pour obtenir une révision des termes du contrat à son avantage.

- *Un impact qui reste à ce jour limité*

Pour autant, il convient de ne pas exagérer l'impact de ces risques. Tout d'abord, les montages partenariaux n'ont pas vocation à être généralisés à l'ensemble des investissements publics. Ensuite, certains des risques induits par les PPP existent sous forme latente dans les modalités traditionnelles d'acquisition publiques. Enfin, il convient de distinguer l'ampleur effective des risques en question en fonction de la situation concurrentielle qui prévaut pour chaque type d'opération.

En premier lieu, même si les PFI britanniques devraient permettre de financer quelques 70 milliards de Livres d'investissements publics sur la période 1995-2010, ce montant ne représentera au final que 10 % de l'investissement public total. Le phénomène sera d'autant plus accentué en France que le périmètre de développement du PPP est d'emblée plus limité du fait de la concurrence des formes contractuelles préexistantes⁵. Si le PPP présente des risques théoriques de rigidification, les projets menés en régie connaissent de réels coûts cachés au travers des dérives de coûts et de délais (Domberger et Jensen, 1997), lesquelles sont notamment liées à la mauvaise qualité des incitations qui pèsent sur les managers publics. A l'abri du risque de faillite, ceux-ci font face à une contrainte budgétaire molle (Dewatripont et Maskin, 1995) qui ne les incite pas à réaliser les investissements indispensables à la maîtrise des coûts des programmes.

Le programme américain F-22 illustre le phénomène des dérives de coûts et de délais liés à des changements de spécifications (Kirat et Bayon, 2006). Lancé en 1985, ce programme de chasseur a connu une réalisation chaotique et pour le moins coûteuse. Il est d'ailleurs toujours menacé d'annulation par le *Government Accountability Office*. La fin de la Guerre froide a divisé par trois les commandes et à redéfinir les spécifications de l'appareil pour en faire un avion d'attaque au sol. Les coûts de développement ont plus que doublé, comme le coût moyen par appareil. Cet exemple illustre les irréversibilités qui peuvent naître dans le cadre de

⁵ Une partie des instruments contractuels antérieurs au contrat de partenariat entrerait au Royaume-Uni dans la catégorie générale des PFI, laquelle recouvre notamment des contrats relevant de délégation de service public (Marty et Voisin, 2006c).

projets traditionnels. Les montants déjà investis rendent difficile l'annulation d'un programme même obsolète.

2-1-2 - Les risques financiers

- *Les risques intrinsèques aux PPP*

Les dix années d'expérience sur les PPP britanniques montre qu'au-delà des difficultés à évaluer l'avantage économique des contrats, la structure des montages peut présenter des risques. Au fil du temps, ces montages se caractérisent par des niveaux d'endettement très élevés, une très faible marge de couverture du service de la dette et des difficultés à identifier la répartition des risques (Marty et Voisin, 2006b).

La majeure partie des risques auxquels doivent faire face les gestionnaires privés se concentrent sur les phases de construction et de mise en service et non sur la phase d'exploitation elle-même⁶. Une telle situation peut se révéler sous-optimale pour la partie publique, qui rémunère durant toute la phase d'exploitation de l'infrastructure le risque initial pris par l'opérateur. Les gains réalisés lors du refinancement des contrats après livraison de l'infrastructure et le développement d'un marché financier secondaire des PFI révèlent la dissymétrie des profils de risques entre les deux phases (Abadie, 2006).

Le risque supporté par le partenaire privé ne se limite pas à la phase de construction. Les partenariats public-privé sont très sensibles aux chocs macroéconomiques exogènes, qu'il s'agisse de risques de coûts ou de demande. Les attentats du 11 septembre 2001 ont par exemple bouleversé l'équilibre économique de contrats dont les flux de revenus étaient liés à des prévisions de trafic aérien (NAO, 2002a) et ont dans le même temps contribué au doublement des coûts d'assurance, lequel a mis en cause la capacité de certains prestataires à honorer le service de la dette (Jamieson et al., 2005). Plus généralement, deux catégories de risques d'exploitation peuvent être distinguées. Le risque de demande se traduit par un aléa sur les flux de ressources lié à l'usage de l'infrastructure par des tiers. Prédominante pour les PFI dans le domaine routier, l'exposition au risque de demande est généralement réduite. Le coût de couverture des risques non maîtrisés par l'opérateur privé est tel que le partenaire public tend les conserver à sa charge. Il convient également de prendre en compte les risques de disponibilité, lesquels peuvent donner lieu à des pénalités susceptibles de remettre en question la capacité du prestataire à rembourser sa dette. En effet, dans le cadre des PFI britanniques, la majeure partie des paiements est liée à la mise à disposition de l'infrastructure au profit d'une personne publique.

- *Les instruments de maîtrise du risque*

L'impact des pénalités, décrit plus haut, peut être remis en cause par la répartition des risques entre les parties privées au contrat. La personne publique doit veiller aux règles de partage et

⁶ Si logiquement les risques de construction sont particulièrement élevés pour les contrats portant sur des actifs complexes, il apparaît qu'en fait la majeure partie des difficultés se sont concentrées au Royaume-Uni sur des PFI portant sur des actifs standards, tels des bâtiments scolaires (Standard & Poor's, 2005). Parmi les raisons pouvant expliquer un tel paradoxe, il est possible de mettre en relief le fait que tels contrats sont souvent confiés à des entreprises de taille relativement réduite, n'étant pas soumises au contrôle des marchés financiers (financement d'origine bancaire) et ne pouvant mobiliser les mêmes instruments de couverture que les acteurs majeurs du secteur (surety bonds ou letters of credit).

d'allocation secondaire des risques pour s'assurer que ses contractants demeurent effectivement « en risque » (Abadie, 2006).

La sortie anticipée des promoteurs (sponsors du projet) peut également affaiblir les incitations contractuelles. Dans la mesure où les phases de construction et d'exploitation présentent des profils de risque bien distincts et que les sponsors peuvent avoir intérêt à « sortir » de la société projet assez précocement, la tendance est au développement d'un marché secondaire des PFI. Celui-ci voit donc les investisseurs originels s'effacer au profit de fonds de pensions, attirés par la relative sécurité des flux de ressources attendus lors de la phase d'exploitation (Jamieson et al., 2005). Un contrôle public est donc nécessaire pour pallier un éventuel comportement opportuniste des investisseurs.

Pour autant, le développement d'un marché secondaire des PPP est indispensable au financement des opérations et permet aux investisseurs initiaux de pouvoir s'impliquer dans de nouveaux projets (Jamieson et al., 2005). Il est donc de l'intérêt bien compris de la partie publique d'accepter la fluidité des investisseurs induite par les marchés secondaires des PPP. Il lui appartient cependant de contrôler les règles de gouvernance de la société de projet afin de s'assurer que des provisions idoines soient constituées pour faire face aux coûts futurs de maintenance.

De la même façon, la personne publique doit favoriser la mise en place de dispositifs financiers permettant de sécuriser les flux de ressources de la société projet afin de prévenir sa défaillance financière. Il en est par exemple ainsi des fonds de réserves, de l'émission de *surety bonds* ou de la négociation de lettres de crédits avec des institutions financières. Cependant, les mécanismes de sécurisation ne se limitent pas à ces seuls instruments de marché et s'étendent de façon croissante à des garanties publiques. Par exemple, certains coûts, tels celui des assurances, font l'objet de mutualisation avec le partenaire public. Il en est par exemple ainsi de l'introduction par le Trésor britannique du *Credit Guarantee Finance*, lequel permet de réduire les coûts financiers des montages⁷.

Cependant, en matière de partenariat public-privé, l'existence de garanties publiques sur les paiements contribue à affaiblir le transfert de risque. En l'absence de mise en risque du prestataire, le contrat revient à un paiement différé, se traduisant au point de vue des critères de convergence par une inscription de l'investissement dans les comptes publics.

2-2 - Le recours au financement privé introduit de nouvelles pratiques au sein de l'Etat

2-2-1 - L'évaluation préalable des projets et la négociation des contrats

- *L'évaluation préalable des contrats de partenariat*

L'ordonnance sur les contrats de partenariat, introduit dans son article 2 l'obligation d'une évaluation préalable. Ce mécanisme préfigure une obligation de mise en concurrence entre les modes de réalisation d'un projet. Au-delà des critères juridiques d'éligibilité que sont l'urgence et la complexité, cette évaluation doit démontrer la supériorité du contrat de partenariat sur les autres modes de réalisation. Elle repose en grande partie sur les méthodes de choix d'investissement utilisées dans le secteur privé comme dans le secteur public, le calcul des

⁷ Au travers de ce mécanisme, le Trésor britannique apporte sa garantie à l'émission de la dette senior par la société projet. Le mécanisme a été utilisé pour la première fois dans le cadre de la PFI mise en œuvre par le NHS pour l'hôpital de Leeds.

valeurs actuelles de modes de réalisation du projet et la prise en compte des risques de dépassement de coûts et de délais. En utilisant ces méthodes reconnues, l'évaluation préalable permet de dépasser l'exercice traditionnel de chiffrage budgétaire des projets d'investissement public. Elle permet de rendre compte des effets économiques de la répartition des paiements sur la durée du projet, en recourant à l'actualisation des flux.

Le coût des risques d'un projet public fait partie des coûts cachés qu'il convient de prendre en compte pour réaliser une comparaison public-privé équitable. Les entreprises tendent à intégrer le risque associé aux projets d'investissement en majorant leur taux d'actualisation. Dans le cadre du calcul économique public, les risques sont pris en compte sous forme de probabilités de surcoût appliquées aux flux de dépenses et de recettes éventuelles des projets. Quel que soit le mode de gestion retenu, la collectivité publique conserve toujours un risque résiduel, qui doit être pris en compte dans les comparaisons de coût. L'identification et la valorisation des risques du projet constituent un préalable à leur partage avec le partenaire privé.

- *Le dialogue compétitif*

Issu de la directive européenne 2004/18/CE relative à la coordination des procédures de passation des marchés publics de travaux, de fournitures et de services, le dialogue compétitif est applicable aux contrats de partenariat comme aux marchés publics. Au sens de la Commission européenne, le dialogue compétitif constitue une procédure de passation de nature négociée, laquelle permet, pour les produits complexes, un dialogue entre le pouvoir adjudicataire et les offreurs (Braconnier, 2002). Dans un tel cadre, l'acheteur public peut se limiter à la définition de spécifications fonctionnelles (en termes de service attendu), ce qui en pareille situation est économiquement préférable à la solution d'une procédure purement concurrentielle (Kirat et Marty, 2005). Les offreurs peuvent alors proposer les solutions techniques pour satisfaire ces exigences. Les conditions concurrentielles posées pour ce type de marché se limitent à l'intangibilité des critères d'attribution tout le long de la phase de mise en concurrence et dans l'égal accès de tous les candidats aux données fournies par l'acteur public. Il appartient alors au candidat de prouver que son offre atteint les objectifs définis par le besoin exprimé par l'administration et constitue "l'offre économiquement la plus avantageuse".

Le recours au dialogue compétitif pose cependant un certain nombre de questions, comme en atteste le retour d'expérience britannique (Marty, Trosa et Voisin, 2006). Celles-ci tiennent pour les unes aux modalités de sa mise en œuvre par la personne publique et pour les autres à l'attractivité de cette procédure pour les entreprises. Pour les acteurs publics, le dialogue compétitif présente l'intérêt de concilier une solution négociée avec le maintien d'une pression concurrentielle efficace sur l'entreprise présélectionnée. Afin de limiter les coûts subis par les entreprises du fait de cette procédure, les pouvoirs publics peuvent dédommager financièrement les candidats finalement écartés du marché. L'autre solution réside dans une standardisation des procédures et en une professionnalisation de la fonction achat au sein de la sphère publique.

2-2-2 - Le suivi de l'exécution des contrats

- *La définition des indicateurs de performance*

La mise en place d'un système de mesure de la performance repose sur un arbitrage complexe entre le nombre d'indicateurs et la disponibilité et la des données d'entrée. La tentation de l'exhaustivité conduit à a multiplication des indicateurs au détriment de la hiérarchisation des critères et au prix de redondances (Marty et Voisin, 2005). Au paramètre du nombre d'indicateurs s'ajoute celui de la disponibilité des données. Le bilan des PFI britanniques opérationnelles montre que les services chargés du suivi des contrats rencontrent des difficultés à obtenir et interpréter les données nécessaires à l'élaboration des indicateurs de performance (Partnership UK, 2006). La mesure de la performance doit également être acceptée par l'ensemble des parties. Le nettoyage des locaux par exemple, peut faire l'objet de clauses contractuelles extrêmement précises et détaillées. L'une des solutions les plus courantes est de confier la tâche de mesure de la performance à un auditeur extérieur (NAO, 2002b).

- *La problématique du suivi du contrat dans la durée*

En matière de gestion de la sélection du prestataire comme de suivi des contrats, les exigences qui pèsent sur la personne publique sont comparables. Il faut d'abord offrir aux entreprises un cadre contractuel clair et prévisible, à travers la standardisation des contrats et des procédures. Il convient également de capitaliser les expériences au sein de la sphère publique.

Cependant, les difficultés ne se limitent pas à la seule phase de négociation contractuelle. Les contrats de partenariats posent aussi des problèmes de maintien « en risque » des prestataires. Le fait qu'un nombre croissant de contrats de PFI britanniques soient entrés en phase d'exploitation (Partnerships UK, 2006) permet de mettre en évidence la nécessité d'accompagner l'exécution de ces derniers d'un contrôle public, réduisant ainsi les asymétries d'information. Ce contrôle peut prendre la forme de procédures de *benchmarking*, permettant de remettre périodiquement en concurrence certaines prestations contractuelles. Le projet de création au sein du Trésor britannique d'une *PFI operational task force* participe d'une telle logique. Il s'agit aider les contractants publics à négocier avec les prestataires toute variation de l'objet des contrats ou des services attendus, à appliquer des modulations de paiement ou à évaluer les conséquences financières de des modifications (Abadie, 2006).

Dans un contexte de contrainte budgétaire durable, le recours au financement privé constitue un moyen alternatif de réalisation des investissements publics satisfaisant la demande sociale. S'il ne peut s'appliquer qu'à une partie des projets publics, le partenariat public-privé permet de réorienter les dépenses publiques en capital vers les investissements que seul l'Etat peut réaliser. Il introduit également des mécanismes contractuels de maîtrise des coûts et de partage des risques.

Pour autant, le recours au financement privé présente des risques propres. Certains de ces risques résultent de la complexité et de la durée des projets, qu'un contrat global rend plus visibles qu'une succession de marchés publics. D'autres résultent du degré de flexibilité et d'adaptabilité des contrats.

Le succès du recours au financement privé suppose donc que la puissance publique adapte ses pratiques et ses compétences à ces nouvelles formes contractuelles. La capitalisation des

expériences, consécutive aux premières opérations de PPP, joue à cet égard un rôle crucial: elle devrait permettre de standardiser les procédures de négociation et de suivi des contrats.

Le recours au financement privé dépend enfin de son traitement comptable, dans un contexte où les normes applicables sont en cours de définition et cherchent à encadrer strictement le recours au hors-bilan, tant pour le secteur privé que pour le secteur public (Cour de comptes 2007). Cette problématique est d'autant plus cruciale qu'un nombre croissant d'Etats adopte une comptabilité proche de celle des entreprises.

Abadie R., (2006), "A Decade of PFI Impacts Discipline and Process to UK Public Sector Infrastructure Procurement", *Standard and Poor's Credit Survey 2006*, May, pp.4-6.

Arrow K. and Lind R., (1970) « Uncertainty and the Evaluation of Public Investment Decisions », *American Economic Review*, Vol 60, n° 3, June, pp 364-378

Braconnier S., (2002), « Les contrats de Private Finance Initiative. Réflexions sur la dynamique contractuelle dans les partenariats public-privé », *Bulletin juridique des contrats publics*, n° 22, pp.174-184.

Cottereau Y., (2006), « Un point phare dans la réforme de la gestion immobilière de l'Etat : les loyers budgétaires », *La Lettre du Management Public*, n°66, 2006/6, pp. 6-7.

de Boissieu C., (2000), « La tritrisation : une mise en perspective », *Revue d'Economie Financière*, n° 59-4.

de Neufville R. and Scholtes S., (2006), Maximizing Value from Large-Scale Projects: Implementing Flexibility in Public-Private Partnerships, *Briefing Paper MIT*, April, 15p.

Dewatripont M. and Maskin E., (1995), "Credit and Efficiency in Centralized and in Decentralized Economies", *Review of Economic Studies*, volume 62, pp. 541-555.

Domberger S. and Jensen P., (1997), "Contracting out by the Public Sector: Theory, Evidences, Prospects", *Oxford Review of Economic Policy*, volume 13, pp. 67-78.

English L. and Skellern M., (2005), "Editorial of the Special Issue on Public-Private Partnerships", *International Journal of Public Policy*, volume 1, n° 1-2, pp.1-21.

Froud J., (2003), "The Private Finance Initiative: Risk, Uncertainty and the State", *Accounting, Organizations and Society*, volume 28.

Green J.R. and Laffont J.-J., (1992), "Renegotiation and the Form of Efficient Contracts", *Annales d'Economie et de Statistique*, n° 25/26, pp. 123-150.

Grout P.A., (1997), "The Economics of Private Finance Initiative", *Oxford Review of Economic Policy*, volume 13, pp. 53-65.

Grout P.A., (2003), "Public and Private Sector Discount Rates in Public-Private Partnerships", *The Economic Journal*, vol.113, March, pp. 62-68.

Guasch J.L., Laffont J.-J. and Straub S., (2003), "Renegotiation of Concession Contracts in Latin America", *Policy Research Working Paper n° 3011*, Banque Mondiale.

Guellec D. et Ralle P., (2003), *Les nouvelles théories de la croissance*, Repères - La Découverte, Paris, 128 p.

Guesnerie R., (2006), « De l'utilité du calcul économique public », *Economie et Prévision*, n° 175-176, 2006/4-5, pp. 1-14.

Hart O. and Moore J. (1988), "Incomplete Contracts and Renegotiation", *Econometrica*, volume 56, pp.509-540.

Hart O. (2003), « Incomplete contracts and public ownership: remarks, and an application to public-private partnerships », *The Economic Journal*, vol. 113, mars, p. C69-C76.

Institut de la gestion déléguée, (2006), "le financement des PPP en France", octobre

Kirat T. et Bayon D., (2006), *Les marchés publics de la défense. Droit du contrat public, pratique administrative et enjeux économiques*, Bruylant, Bruxelles, 130p.

Kirat T. et Marty F., (2005), « L'économie de la répartition des risques dans les contrats administratifs: Les problématiques économiques », in Kirat T. (s.d.), *Economie et droit du contrat administratif : L'allocation des risques dans les marchés publics et les délégations de service public*, La Documentation française, Paris, août, pp. 25-56.

Jamieson C., Archer A., Robinson R. and Bain R., (2005), "PPPs in the UK Maintain Momentum despite Some Bad Publicity", *Standard and Poor's Credit Survey 2005*, May, pp.13-17.

Lebègue D. (s.d.), (2005), *Le prix du temps et la décision publique*, rapport pour le Commissariat général du Plan, janvier.

Lévy M. et Jouyet J.-P., (2006), "L'économie de l'immatériel", rapport au ministre de l'économie des finances et de l'industrie, la Documentation française, 184 p.

Lüder K., (1994), "The "contingency model reconsidered": Experiences from Italy, Japan and Spain", in Buschor E. and Schedler K. (ed.), *Perspectives on Performance Measurement and Public Sector Auditing*, Bern, Paul Haupt Publisher.

Lyonnet du Moutier M., (2006), *Financement sur projet et partenariats public-privé*, éditions EMS, Paris.

Marty F., Trosa S. et Voisin A., (2006), *Les partenariats public-privé*, Repères n°441- La Découverte, Paris, 122p.

Marty F. et Voisin A., (2005), « Les contrats de partenariats public-privé dans le domaine pénitentiaire : L'expérience britannique », *Politiques et Management Public*, volume 23, n° 2, juin, pp. 21-42.

Marty F. et Voisin A., (2006a), « Des administrations locataires : Principes et enjeux de la nouvelle gestion du domaine immobilier public », *Revue Lamy des Collectivités Territoriales*, n° 12, avril, pp.5-9.

Marty F. et Voisin A., (2006b), « L'évolution des montages financiers des PFI britanniques : La montée des risques », *Revue Française de Finances Publiques*, n° 94, mai, pp.107-120.

Marty F. et Voisin A., (2006c), « Le contrat de partenariat constitue-t-il une *Private Finance Initiative* à la française ? Le périmètre du recours aux contrats de partenariats à l'aune de l'expérience britannique », *Revue Internationale de Droit Economique*, tome XX, n° 2 -2006, pp. 131-150.

Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, (2005), *Les contrats de partenariat: Principes et méthodes*

National Audit Office, (2002a), "The Public Private Partnership for National Air Traffic Services Ltd", 24 juin.

National Audit Office, (2002b), *Redevelopment of MoD Main Building*, HC 748, session 2001-2002, April.

Olsson N., (2006), "Management of Flexibility in Projects", *International Journal of Project Management*, volume 24, pp.66-74.

Partnerships UK, (2006), *Report on Operational PFI Projects*, mars.

Samuelson P.A., (1964), "Principles of Efficiency – Discussion", *American Economic Review*, 54, May, pp. 93-96.

Siné A., (2006), *L'ordre budgétaire*, collection Etudes politiques, Economica, 405 p.

Standard and Poor's, (2005), "Evolution not Revolution: Rating the PPP Sector 10 Years on", London, novembre.

Standard and Poor's, (2006), "PFI at the Sharp-End: the Sponsors' View", *Standard and Poor's PPP Credit Survey 2006*, mai, pp. 9-12.

Vincent-Jones P., (2006), *The New Public Contracting. Regulation, Responsiveness, Relationality*, Oxford University Press.

Vinter, G.D., (1997), "Project Finance, a legal guide", Sweet and Maxwell, 352 p.