

Financement sur projet : élaboration d'un test de la théorie positive de l'agence

Michel LYONNET DU MOUTIER*

Université de Paris 10 Nanterre

Classification JEL : G39

Correspondance :

Université de Paris 10 Nanterre

E-mail : michel.du.moutier@club-internet.fr

Résumé : Le BOT (Build-Operate-Transfer) est un type de financement sur projet (Project Finance) par lequel un concédant public donne à un opérateur privé le droit de réaliser une infrastructure, de la financer, de l'exploiter à ses risques et périls, avant de la lui rendre. L'article expose l'élaboration d'un modèle pour vérifier l'applicabilité de la grille de la Théorie positive de l'agence à ce mode de financement original, peu étudié dans la littérature. Une application est faite sur le montage d'une autoroute à péage au Proche-Orient, avec un recueil de données mené grâce à une position d'insider.

Mots clés : financement de projet – théorie de l'agence – BOT (Build-Operate-Transfer) – PFI (Project Finance Initiative) – concession.

Abstract : BOT (Build-Operate-Transfer) are specific project finance schemes by which a conceding authority grants a private operator the right to build, to finance and to operate an infrastructure, and to ultimately transfer it back to the grantor. The paper explains how to build a model aiming at verifying the relevance of positive agency theory for this original type of financing, not much studied in the financial literature. The conceptual framework is tested for the financing of a tolled-motorway in the Middle East, with data gathered thanks to an insider position.

Key words : project finance – agency theory – BOT (Build-Operate-Transfer) – PFI (Project Finance Initiative) – concession.

* L'auteur est professeur associé à Paris X – Nanterre et responsable du module Financement de Projet à l'ENPC. Cet article est issu des travaux d'une thèse en sciences de gestion intitulée « Financement sur projet et conflits d'agence : l'exemple de grandes infrastructures à péage », juillet 2002. L'auteur remercie particulièrement le Professeur G. Gallais-Hamonno, pour l'avoir guidé dans cette recherche. Il remercie également les rapporteurs anonymes pour leur soutien et pour leur aide dans la formulation définitive de cet article. Il remercie de plus les participants à la Conférence Internationale de l'AFFI des 23 au 25 juin 2003 pour leurs commentaires constructifs. Il remercie enfin Frank Bien pour l'ensemble de ses suggestions.

Le financement sur projet (*Project Finance*)¹ est une technique de plus en plus utilisée, principalement dans le secteur industriel (usines de production d'électricité, etc.), pour des opérations de recherche et de développement de ressources naturelles (champs pétroliers ou gaziers, mines, etc.) et pour des projets d'infrastructures nouvelles concédées par des collectivités publiques. Dans ce dernier cas, le montage le plus fréquent est le BOT (*Build-Operate-Transfer* : Construire, Exploiter et Transférer). La société concessionnaire sélectionnée par le concédant construit l'infrastructure. Elle la finance au moyen de fonds propres et surtout de crédits bancaires ou obligataires octroyés avec un recours limité envers les actionnaires de la société. Puis, elle exploite le service public associé à l'infrastructure et rembourse les crédits par un péage perçu directement auprès de l'utilisateur (modèle français) ou auprès de la collectivité publique (modèle anglo-saxon).

Bien que le financement sur projet draine des montants importants sur les marchés de la dette syndiquée ou de la dette obligataire (plus de 100 milliards d'USD en 2003), peu de travaux théoriques lui ont été consacrés (Kensinger et Martin 1988 ; Shah et Thakor 1987 ; John et John 1991 ; Chemmanur et John 1996 ; Chen et Kensinger 1991) et de rares travaux empiriques (Kleiermeier 1993 ; Kleiermeier et Megginson 2000)². Cette littérature porte essentiellement sur l'application du financement sur projet au secteur privé. Le BOT n'est vraiment abordé que dans un seul article (Brealey et *al.* 1996) qui montre – de manière non formalisée – que ce montage permet de minimiser les coûts d'agence. Cette approche est confirmée par le fait que les collectivités semblent de plus en plus préférer le BOT à la commande publique d'infrastructures financées et gérées par le secteur public. Il nous a ainsi paru intéressant de vérifier la validité de la théorie positive de l'agence (ci-après TPA) sur la forme organisationnelle du BOT.

Pour ce faire, nous utilisons une méthodologie de type « hypothético-déductif infirmationniste » adaptée à la TPA (Jensen

¹ En général, l'expression « financement de projet » est utilisée comme équivalent français de l'expression « *Project Finance* ». Or, cette traduction est ambiguë, car elle peut recouvrir non seulement le *Project Finance*, mais aussi les techniques traditionnelles utilisées pour financer des projets d'investissement au sein de l'entreprise. Cette confusion est évitée en choisissant l'expression « financement sur projet » (Bénichou et Corchia 1996), qui paraît beaucoup plus pertinente. Cette terminologie sera utilisée tout au long du présent article.

² Il existe également quelques rares manuels sur le sujet, (Finnerty 1996 ; Nevitt et Fabbizzi 2000 ; Bénichou et Corchia 1996 ; Pluchart 2000) ou bien encore des études de cas (Esty 2003).

1983) : construction d'un modèle théorique à partir des postulats centraux de la TPA et vérification sur le terrain si la théorie est infirmée ou non. S'il n'y a pas infirmation, le champ d'application de la théorie est élargi à une nouvelle forme organisationnelle. Dans le cas contraire, la théorie doit être revue pour tenir compte des résultats du terrain.

1. Présentation du modèle

1.1. Introduction : les hypothèses centrales découlant des grands principes de la TPA

L'article fondateur de la TPA (Jensen et Meckling 1976) analyse les coûts d'agence induits par les conflits d'intérêt entre parties, dans le but de comprendre la pérennité de « formes organisationnelles ». Il définit trois types de coûts d'agence *ex ante* : les coûts de surveillance du mandant ; les coûts de dédouanement engagés par le mandataire ; les coûts d'agence résiduels mesurant les coûts d'opportunité dus à l'écart entre les résultats de l'action menée par le mandataire et ceux qu'il aurait dû obtenir en maximisant la fonction d'utilité de son mandant.

La méthodologie de la TPA repose sur un processus de sélection des formes organisationnelles. Dans une première étape, à partir d'un nœud de contrats initial, une forme organisationnelle apparaît de la volonté d'agents désireux de réduire les coûts d'agence pour s'approprier les gains correspondants. Dans une deuxième étape, une concurrence entre les formes organisationnelles s'instaure qui amène à la sélection des formes les plus adaptées. Celles-ci tendent alors à dominer les autres dans un délai plus ou moins important : on parle d'efficacité au second degré, du fait des contraintes induites par la friction des coûts d'agence qui ne peuvent disparaître complètement. Le modèle est fondé sur trois concepts principaux. L'existence d'une connaissance spécifique, difficilement transférable ; la bilatéralité – voire la multilatéralité – des relations d'agence, dans lesquelles chaque partie joue à la fois le rôle de principal et d'agent de l'autre ; le principe de l'acquisition des droits décisionnels par les parties les mieux à même de les valoriser³.

³ Pour ce paragraphe, voir notamment (Charreaux 1999, p. 110) et (Charreaux 2000, p. 200).

Le modèle est établi en analysant de manière détaillée les droits de propriété échangés dans les transactions prenant naissance dans les différentes relations d'agence. Le test permet ensuite de vérifier sur le terrain s'il y a bien émergence de mécanismes contractuels permettant la réduction des coûts d'agence. Le financement sur projet constituant un nœud contractuel très complexe, nous n'avons retenu pour le modéliser que les cinq partenaires centraux du montage, à savoir le concédant, la société concessionnaire, ses actionnaires, le constructeur et les bailleurs de fonds. Ces intervenants sont liés par quatre relations d'agence centrées sur la société concessionnaire, à partir de laquelle s'opère une répartition des risques aux entités les mieux à même de les assumer. Toutefois, même s'il existe une « communauté d'intérêts » entre les partenaires du projet, ceci ne signifie pas que ces intérêts soient de même nature. Le concédant raisonne comme une puissance publique à rationalité financière, alors que les *sponsors*⁴ et les bailleurs de fonds sont motivés par une logique de rentabilité financière à plus ou moins long terme. Il est donc indispensable d'éviter les comportements opportunistes et de maintenir l'équilibre entre les partenaires en organisant des relations de coopération. L'hypothèse centrale est donc la suivante.

Hypothèse centrale : En raison des risques liés à l'opportunisme de la partie A, on devrait observer des mécanismes contractuels permettant de protéger les intérêts de la partie B (ou des parties B, C,...).

Elle est ensuite déclinée en hypothèses « opérationnelles » sur les différentes relations d'agence, en fonction de la nature des risques associés. Nous testons de manière distincte les hypothèses relatives aux relations d'agence découlant des contrats « techniques » liés au projet et celles provenant des contrats financiers.

⁴ Par « *sponsor* », on entend dans cet article, les actionnaires de la société concessionnaire ou de la future société concessionnaire. En effet, les opérations en BOT font en général l'objet d'appels d'offres internationaux. Les *sponsors* potentiels se regroupent dans plusieurs consortia en compétition pour gagner l'opération. Une fois l'opération emportée, les membres du consortium gagnant deviennent les actionnaires de la société concessionnaire chargée d'entreprendre le projet. Les *sponsors* sont en général le (ou les) futur(s) constructeur(s), le (ou les) futurs exploitant(s), parfois des investisseurs purs, mais très rarement des banques.

1.2. Relation d'agence entre les partenaires techniques

1.2.1. Relation d'agence entre le concédant et la société concessionnaire

Les BOT d'infrastructure sont en général des prototypes. Dans ce contexte, le concédant se trouve dans une situation de type « monopsonne » face à des consortia en compétition (Lyonnet du Moutier 2003). Il a, en outre, la faculté d'analyser l'information fournie par les compétiteurs, car la taille, la visibilité et les enjeux stratégiques de ces projets, alliés à la capacité financière d'un État ou d'une grosse collectivité territoriale lui permettent d'utiliser les services de consultants spécialisés. Il existe donc, *ab initio* – contrairement à ce que l'on peut rencontrer dans d'autres domaines, comme la distribution d'eau⁵ – une asymétrie d'information en faveur du concédant. Celle-ci peut l'aider à mettre en place les mécanismes contractuels qu'il souhaite adopter, pour se trouver en position favorable en phase de réalisation.

Par ailleurs, la transaction qui lie le concessionnaire et le concédant s'opère dans le cadre d'un contrat de nature incomplète. Comme la société concessionnaire peut, par opportunisme *ex post*, être tentée de ne pas respecter ses engagements, le concédant est supposé exiger que celle-ci lui remette des « otages » confirmant ses intentions. Cette idée s'inspire de l'époque médiévale, où il arrivait qu'un roi remette l'une de ses filles comme otage en garantie de ses engagements (Williamson 1983). Des équivalents économiques à cet usage d'antan s'avèreraient nécessaires pour pallier aujourd'hui les lenteurs et les dysfonctionnements des systèmes juridiques ; il s'agit en général de garanties financières données en appui des engagements contractés. L'ensemble de ces considérations conduit à l'hypothèse 1.

Hypothèse 1 : Le concédant risquant d'être victime de l'opportunisme du concessionnaire, il est supposé mettre en place des mécanismes contractuels, notamment d'« otages », permettant de préserver ses intérêts.
--

Analysons maintenant la nature des droits échangés dans la transaction entre le concédant et la société concessionnaire. Selon les principes du droit romain, la pleine propriété d'un bien peut être démembrée en *usus* (droit d'utiliser le bien), *fructus* (droit d'en tirer un revenu) et *abusus* (droit de l'aliéner). Le domaine public étant inaliénable, la col-

⁵ Cf. notamment Ginglinger (1988).

lectivité conserve naturellement l'*abusus*⁶. Dans la transaction considérée, elle ne cède en fait qu'un droit temporaire d'exploitation à la société concessionnaire et même, de manière plus restrictive, le droit de *fructus*. En effet, l'*usus* appartient nécessairement à l'usager, s'agissant d'un service public. En résumé, sur le plan juridique, cette transaction peut être analysée comme une cession temporaire du *fructus*, le concédant recevant, pour prix de la transaction, l'infrastructure elle-même. Sur le plan financier, elle peut être assimilée à une « cession » par la collectivité de la chronologie des flux de trésorerie générés par le service public associé à l'infrastructure⁷.

Le concédant restant « propriétaire » de la quasi-intégralité de l'ouvrage, il est concerné au premier chef par la pérennité de celui-ci. Il a donc intérêt – s'il est rationnel – à ne pas abuser de sa position de force envers un mandataire qui pourrait prendre des positions opportunistes (par exemple, en pratiquant un entretien médiocre), s'il est pressuré de manière excessive. Il en découle l'hypothèse 2.

Hypothèse 2 : Comme l'exploitation du service public par le concessionnaire se fait aux risques et périls de celui-ci, des mécanismes contractuels devraient émerger de façon à préserver ses intérêts.

1.2.2. Relation d'agence entre la société concessionnaire et le constructeur

La société concessionnaire achète au constructeur les droits de propriété sur l'infrastructure qu'elle doit livrer au concédant. Dans cette transaction, l'objectif est de transférer, dans son intégralité, le risque de construction au constructeur qui est le mieux à même de l'assumer. Le transfert s'effectue par le contrat de construction. Des mécanismes pré-

⁶ Dans le cas d'une concession de travaux et de services publics, comme une autoroute concédée, l'ouvrage public entre dans le domaine public dès sa réalisation. Ainsi, la lettre « T » (pour *Transfer*) du sigle BOT ne signifie pas que la société transfère gratuitement l'infrastructure à l'État en fin de concession : il s'agit d'un abus de langage, car celle-ci appartient à l'État dès l'ouverture de l'ouvrage à la circulation.

⁷ Cette analyse permet de résoudre un paradoxe apparent. En effet, un actif spécifique devrait être financé en priorité par des fonds propres (Williamson 1988). Or, on constate le contraire dans le financement sur projet. Dans ce cas, l'actif objet de la transaction n'est pas, comme on pourrait le penser de prime abord, le droit de propriété de l'infrastructure elle-même, mais le droit de *fructus* de celui-ci. Cet actif est cessible, car il existe dans le monde plusieurs sociétés capables de reprendre ce service : il n'est donc pas hautement spécifique et peut être financé par de la dette.

servant les droits du concessionnaire devraient apparaître, notamment dans ce contrat. On peut donc formuler l'hypothèse 3 suivante.

Hypothèse 3 : En raison des risques liés à l'opportunisme du constructeur, on devrait observer des mécanismes contractuels permettant de protéger les intérêts du concessionnaire.

En contrepartie, le constructeur cède ses connaissances spécifiques. Ce transfert se fait en général dans le cadre contraignant d'un projet « clés en main », négocié à prix forfaitaire et à délai fixé. Pour pouvoir remplir cette mission, le constructeur doit être à même d'opérer dans un cadre clair, défini par les documents d'appel d'offres et précisé au fur et à mesure des négociations menées entre les parties. Il devrait donc exister des mécanismes lui permettant d'éviter qu'on le fasse sortir de ce cadre, notamment pour des raisons dépendant du seul concédant ou indépendantes de la volonté du concessionnaire. Ceci permet de proposer l'hypothèse 4.

Hypothèse 4 : En raison des risques de construction pris par le constructeur, il devrait apparaître des mécanismes contractuels lui permettant d'assurer sa mission, tout en préservant ses intérêts.

1.2. Relations d'agence entre la société concessionnaire, les bailleurs de fonds et les actionnaires de la société concessionnaire

L'un des principes retenus pour le financement sur projet est que l'opération soit isolée des actifs des *sponsors* et comptabilisée dans une structure *ad hoc* qui ne soit pas garantie par ceux-ci. La relation entre les actionnaires de cette structure et les dirigeants de la société est particulière, car très liée à l'intervention d'un troisième partenaire : le bailleur de fonds. Examinons dans un premier temps, le rôle de ce dernier dans le contexte d'un financement sur projet.

L'existence d'une société concessionnaire permet aux bailleurs de fonds de n'analyser que le seul projet (Shah et Thakor 1987). Ceci réduit les coûts des diligences des banques (*due diligence*) qui n'ont pas à porter sur la totalité du portefeuille des projets d'une entreprise, comme dans le cas d'un prêt classique à une société. Il devient alors envisageable d'appréhender de manière détaillée les risques du projet par une collecte directe d'information et non par un « jeu de révélation ». La conséquence de cette bonne connaissance des risques est un

fort levier, couramment de 85 % à 90 % de l'investissement total, pour une infrastructure autoroutière.

Or, les bailleurs de fonds ne bénéficient ni de la mutualisation des flux de trésorerie rencontrée dans le financement habituel des entreprises, ni de la garantie des *sponsors* : ils ne peuvent être remboursés que par les flux de trésorerie du projet. Ils doivent donc protéger leurs intérêts pour éviter des comportements opportunistes de la société concessionnaire et de ses actionnaires. On se trouve dans une situation bien différente de celle où les bailleurs de fonds, consentant un prêt de type traditionnel à une société, se contentent de contraindre la latitude managériale des dirigeants par l'application de règles simples (paiement d'intérêts et de principal à des échéances convenues). Tout se passe comme s'ils étaient les « quasi-proprétaires » de la société concessionnaire.

Une manière pour les banques de régler ce problème serait pour elles de devenir effectivement actionnaires – voire actionnaires majoritaires – de la société concessionnaire. Or, pour des raisons de conflit d'intérêts avec leur rôle de banquier dans l'opération, elles ne le souhaitent en général pas. Pour conforter leurs droits, elles sont amenées à mettre en place une série de règles complexes et très contraignantes. Ceci justifie l'hypothèse 5.

Hypothèse 5 : Au vu des risques assumés par les bailleurs de fonds, on devrait observer des mécanismes contractuels permettant de protéger les intérêts de ceux-ci vis-à-vis de la société concessionnaire et de ses actionnaires.
--

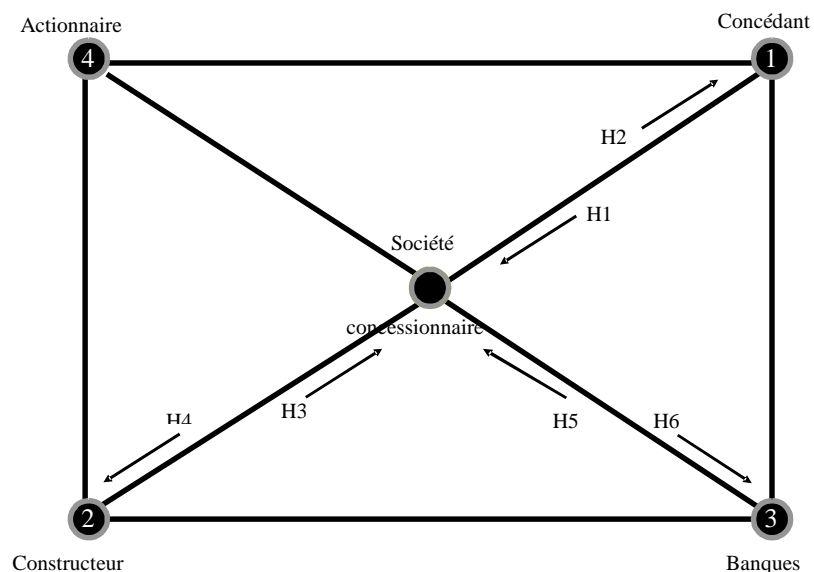
Dans un second temps, on peut analyser les droits et obligations des *sponsors* dans l'opération. Bien que les bailleurs de fonds aient un rôle central dans un financement sur projet, il faut garder à l'esprit que l'implication des actionnaires de la société concessionnaire est essentielle pour le bon développement du projet, tant au cours de la phase de construction que de celle d'exploitation. De plus, même s'ils participent au financement de manière beaucoup moins importante en part relative que les bailleurs de fonds, leur participation au capital est loin d'être négligeable en valeur absolue, le montant des investissements étant en général considérable. La perte de tout ou partie des fonds propres peut donc avoir un impact très sensible sur leur compte de résultat. Par ailleurs, ils supportent les frais de l'offre (avoisinant souvent le million d'euros), en cas d'échec de la proposition. Il est donc important que la connaissance spécifique qu'ils apportent dans le développement

de l'opération soit reconnue et leurs droits respectés. Ceci implique l'hypothèse 6.

Hypothèse 6: En contrepartie des risques assumés par la société concessionnaire et ses actionnaires en matière de développement du projet, il devrait émerger des mécanismes contractuels permettant de protéger les intérêts de ceux-ci vis-à-vis des bailleurs de fonds.

Dans un but pédagogique, l'ensemble des six relations analysées est représenté dans la figure 1. Le diagramme ressemble à une tente vue de dessus, les piquets représentant les différentes entités impliquées et les cordes figurant les relations d'agence. La société concessionnaire est figurée au milieu en tant que « piquet » central du BOT. Comme en physique, l'équilibre de la tente suppose un équilibre entre les forces d'action et de réaction dans chaque corde, correspondant aux doubles hypothèses rencontrées dans chacune des relations d'agence.

Figure 1 – Diagramme du nœud contractuel, en forme de « tente »



2. Test du modèle théorique

2.1. Introduction : base méthodologique et méthode de recueil de données

Le recours au cadre contractuel de la TPA conduit à analyser la manière dont se nouent les relations d'agence et les raisons de l'émergence de certaines clauses contractuelles, puis à étudier les mécanismes sous-jacents à cette émergence, afin de comprendre les causes de la réduction des coûts d'agence. Le mode d'appréhension des phénomènes peut difficilement se faire autrement que par des études qualitatives⁸. Or, les montages sont effectués dans le cadre d'appels d'offres internationaux dans lesquels les informations pertinentes sont couvertes par des accords de confidentialité. Il n'existe ainsi pas réellement de bases de données spécifiques au financement sur projet⁹. En conséquence, il est difficile d'obtenir une compréhension intime des relations d'agence dans le financement sur projet sans être un véritable « *insider* ».

Se pose alors le problème de l'accès au terrain. Le cœur de la négociation d'un financement sur projet est la discussion du contrat de concession qui définit la répartition des risques entre les participants. C'est au sein du groupe d'une vingtaine de personnes représentant les *sponsors*, les banques et leurs conseillers, chargées de la négociation avec le concédant que s'inventent les solutions contractuelles et organisationnelles pour minimiser les coûts d'agence. Le chercheur n'a d'autre choix que d'y prendre une position d'observateur-participant¹⁰.

Nous avons effectué le recueil de données dans le cadre d'un projet d'autoroute à péage au Proche-Orient, en tant que directeur financier du département concession d'un grand constructeur. Cette opportunité a impliqué la sélection d'une « méthodologie » de recueil de données particulièrement rigoureuse pour maintenir la plus grande objectivité

⁸ Cf. à ce sujet Jensen (1983, p. 332) qui estimait que des développements importants de la théorie des organisations passeraient par des analyses contractuelles, à partir de preuves qualitatives.

⁹ Certains travaux (Kleiermeier et Megginson, 2000) s'appuient sur la base de données *Loanware* qui recense l'ensemble des crédits syndiqués, dont une faible proportion correspond à des financements sur projet.

¹⁰ La définition de l'observation-participante est donnée dans Grawitz (2001, p. 771-793). Dans le cas présent, cette technique qualitative est utilisée pour valider une théorie et non dans un contexte exploratoire.

possible. Pour ce faire, nous avons choisi d'utiliser un matériau peu contestable, la documentation contractuelle dont l'évolution est le témoin impartial de l'avancement des négociations. Le codage des informations a été opéré en deux étapes : regroupement de la documentation grâce à des métacodes¹¹, puis, découpage fin par des microcodes (niveau des clauses ou des sous clauses) afin de mieux comprendre certains mécanismes, transversaux à plusieurs contrats.

2.2. Test des hypothèses concernant les contrats techniques

2.2.1. Hypothèses concernant la relation entre concessionnaire et concédant

- Préservation des intérêts du concédant

La société « ATI »¹², détenue à 100 % par l'État, est chargée de mettre en œuvre le projet autoroutier. À ce titre, elle lance un appel d'offres international pour la concession d'un tronçon de 100 kilomètres pendant 30 ans (coût estimé : USD 900 millions). ATI s'entoure d'excellents conseils dans les domaines juridiques et financiers, en vue d'acquérir un niveau de compétence élevé. Le concédant connaissant, de plus, l'offre de chaque concurrent, pousse progressivement les concurrents à proposer des péages de plus en plus bas, tout en consentant des concessions minimales sur le plan contractuel. En même temps, il réduit progressivement la possibilité des *consortia* concurrents de sortir de l'opération s'ils la gagnent. Il en profite pour mettre en place des mécanismes contractuels pour préserver ses intérêts.

Les mécanismes de contrôle et de surveillance prennent, en premier lieu, la forme de demandes d'information à la société concessionnaire. Une clause énonce en effet que celle-ci s'engage à délivrer au concédant une information financière détaillée et qu'elle accepte un droit d'inspection du concédant pendant toute la durée du contrat. En second lieu, le concédant s'assure du contrôle de l'exécution du projet en demandant que les plans aient reçu son approbation avant exécution. Plus généralement, il désigne un ingénieur-conseil pour gérer l'interface entre lui-même et la société concessionnaire. En cas de litige, il peut y avoir recours à un expert indépendant, les travaux n'étant toutefois pas

¹¹ Ce codage s'inspire des méthodes décrites dans Huberman et Miles (1991, p. 94-122.)

¹² Pour des raisons de confidentialité, les noms ont été changés.

interrompus par cette procédure. En troisième et dernier lieu, il exige le maintien de la participation des actionnaires initiaux au capital de la société concessionnaire pendant la construction et les premières années d'exploitation. Ceci constitue une incitation à la bonne performance technique des *sponsors*.

Le deuxième mécanisme mobilisé est celui de la constitution d'« otages » sous la forme de garanties financières émises par la société concessionnaire. Pour couvrir leurs engagements au titre de l'appel d'offres, les *consortia* doivent fournir une garantie de soumission de \$ 10 millions, montant inhabituellement élevé. Cette garantie est dangereuse, car appellable « à première demande ». Son libellé permet de plus à ATI de modifier les règles de l'appel d'offres ou de changer le contrat de concession, sans que la banque émettrice puisse se soustraire à son engagement de payer. L'un des *consortia* peut, par exemple, être désigné comme concessionnaire alors même que les banques refuseraient d'intervenir et être engagé à financer le projet, sous peine d'un appel de sa garantie de soumission. Cette dernière doit par ailleurs être transformée en garantie de bonne fin, portée à \$ 30 millions, dès le choix définitif du concessionnaire. Enfin, trois ans avant la fin du contrat, la société concessionnaire s'engage à remettre une garantie couvrant les réparations éventuelles à effectuer sur l'infrastructure, avant sa remise au concédant.

En outre, après sélection de deux « finalistes » parmi les quatre concurrents initiaux, le concédant ATI change les règles de l'appel d'offres et notamment la grille d'évaluation des candidats. Il en profite pour introduire un troisième mécanisme contractuel destiné à plafonner la rémunération des *sponsors* : il demande que des options d'achat sur les actions de la société concessionnaire lui soient offertes, exerçables au cas où la rentabilité de celle-ci deviendrait trop importante. Pour emporter l'affaire, le groupement vainqueur doit accepter de consentir des options sur 49 % du capital de la société concessionnaire, proportion particulièrement importante, en comparaison des pratiques internationales. L'hypothèse 1 est donc vérifiée du fait de l'émergence de ces mécanismes contractuels.

- Préservation des intérêts de la société concessionnaire

Dans l'aspect inverse de la relation, un mécanisme contractuel intervient sous la forme d'une clause intitulée « Contribution du Gouvernement » qui comprend deux volets. En premier lieu, l'État finance en-

viron 80 % du déficit entre les recettes prévisionnelles de l'autoroute et les recettes réelles. En contrepartie, il ne dédommage pas la société concessionnaire en cas de création de routes parallèles à l'autoroute ou s'il ne construit pas les prolongations gratuites de l'autoroute prévues à l'origine. En second lieu, le gouvernement offre la possibilité au concessionnaire de refinancer l'encours de sa dette à la fin de la 15^e année suivant l'entrée en vigueur du contrat de concession, jusqu'à un plafond d'environ \$ 500 millions. Cet engagement de refinancement offre la possibilité d'étaler les coûts d'investissement sur une période longue – alors que cet étalement est habituellement limité par la durée des prêts bancaires – ce qui permet une réduction du niveau de péage.

Les intérêts de la société sont également protégés par d'autres mécanismes : soutien d'ATI pour l'obtention des autorisations administratives ; accord pour financer les modifications demandées unilatéralement par le concédant ; compensation de la société concessionnaire en cas de surcoût et de délais supplémentaires liés à des découvertes archéologiques ; dédommagement si ATI séquestre l'autoroute en cas de « circonstances spéciales » (guerre ou autre) ; compensation de la société concessionnaire en cas d'événement de « force majeure » (événements imprévisibles, irrésistibles et indépendants de la volonté des deux parties, comme les catastrophes naturelles). L'émergence de ces mécanismes est la preuve de la vérification de l'hypothèse 2.

Toutefois, au cours du processus de finalisation de la documentation financière, les autorités locales refusent catégoriquement d'octroyer le rétablissement de l'équilibre financier de la concession en contrepartie de certains risques assumés par le concessionnaire : ATI refuse entre autres de prendre en charge les surcoûts de la modification de tracé, liée à l'insécurité locale, qu'exigent les banques. Ceci et quelques demandes incompatibles avec la mise en place d'un financement international poussent les partenaires étrangers du groupement vainqueur à sortir du projet. Les seules sociétés et les banques ayant accepté de rester dans l'opération sont locales et analysent le risque du projet comme un risque final sur le gouvernement du pays et non sur les flux de trésorerie générés par l'infrastructure. Il ne s'agit donc plus d'un vrai BOT. L'hypothèse 2 n'est donc pas vérifiée, mais les conséquences qui en découlent ont pour effet de renforcer, *a contrario*, la validité de la théorie.

2.2.2. Hypothèses concernant la relation entre concessionnaire et constructeur

Les relations entre la société concessionnaire et la société de construction (ci-après le constructeur) sont définies essentiellement dans le contrat de construction. Or, certaines clauses de celui-ci prévoient son « adossement » au contrat de concession, c'est-à-dire que les risques relatifs à la construction doivent être intégralement transférés au constructeur (principe anglo-saxon dit du « *back to back* »). Nous ne reviendrons donc pas sur les mécanismes contractuels transférés au constructeur en vertu de ce principe et nous nous concentrerons sur les mécanismes émergents de la relation spécifique entre les deux partenaires.

L'objet du contrat de construction est la fourniture par le constructeur à la société concessionnaire d'un ouvrage « clés en main », pour un prix forfaitaire et dans un délai fixé. De ce fait, les bailleurs de fonds, « quasi-proprétaires » du projet, vont faire pression sur les deux parties pour qu'émergent des mécanismes contractuels préservant les intérêts de la société concessionnaire, à savoir le respect du budget et des délais.

Une première série de mécanismes contractuels est prévue. En premier lieu, la banque exige un engagement « conjoint et solidaire » des constructeurs : si l'un de ceux-ci est défaillant, les travaux doivent être terminés par les autres. En second lieu, en cas de manquement du constructeur à ses obligations, le contrat prévoit des dommages et intérêts forfaitaires importants. Ceux-ci sont censés couvrir non seulement les préjudices liés aux difficultés habituelles dans la construction d'une autoroute, mais aussi les conséquences de la réalisation de l'élément le plus délicat du projet : la barrière de péage entièrement électronique qui, dans ce cas, constituait une première mondiale. La banque demande donc, d'une part, que le constructeur fournisse une garantie bancaire de bonne fin de niveau élevé, assortie d'une garantie de la maison mère des actionnaires de la société de construction. La société d'exploitation doit, d'autre part, fournir une garantie bancaire pour le bon fonctionnement des barrières de péage avec contre-garantie de l'exploitant international et de l'exploitant local.

Le deuxième mécanisme contractuel consiste en une prise de participation importante des constructeurs dans le capital de la société concessionnaire, dont certains travaux montrent l'importance (Brealey *et al.* 1996). Les constructeurs deviennent ainsi créanciers résiduels et

n'ont pas intérêt à privilégier leur rôle technique par rapport à celui d'actionnaire. Dans le projet étudié, les constructeurs détiennent 78 % des fonds propres, participation suffisamment importante pour les pousser à respecter leurs engagements. Il s'agit là d'un otage complémentaire donné aux bailleurs de fonds. L'hypothèse 3 est donc bien vérifiée.

En face de ces mécanismes contractuels très forts, le constructeur dispose toutefois d'un mécanisme important qui préserve ses intérêts. Il est en effet autorisé à résilier le contrat au tort de la société concessionnaire. Ce droit peut s'exercer dans deux cas : non-paiement de situations de travaux et, plus généralement, situation de défaillance persistante de la société concessionnaire au titre du contrat de construction ou impossibilité de reprendre les travaux du fait d'un événement de force majeure perdurant plus de neuf mois. Ce mécanisme lui permet d'arrêter les travaux en cas de non-paiement ce qui constitue, de toute évidence, un moyen de pression fort. En ce sens, l'hypothèse 4 est bien vérifiée sur le terrain.

2.3. Test des hypothèses concernant les contrats de financement

Du fait de l'incomplétude des contrats, une action de concert entre le constructeur et une société concessionnaire dominée par lui pourrait se faire au détriment des banques. Pour éviter cette collusion, la participation des bailleurs de fonds aux organes de contrôle de la société concessionnaire serait envisageable. Mais, elle serait en fait contre-productive, car elle pourrait empêcher le transfert efficace de la connaissance spécifique détenue par les constructeurs et la qualité de l'otage fourni par eux. Les bailleurs de fonds favorisent plutôt la mise en place d'autres mécanismes contractuels. Avant de les détailler, nous indiquons les principales caractéristiques de l'offre financière proposée au concédant avant de tester l'hypothèse 6, puis l'hypothèse 5.

Afin d'alléger le service de la dette dans les premières années et de favoriser un péage bas, les financements envisagés recherchent un allongement maximum de la durée de remboursement. Ils se décomposent en fonds propres et dette mezzanine *junior* apportés par les actionnaires de la société concessionnaire (10 %). Ils comprennent ensuite

plusieurs dettes *senior*¹³ : une dette à long terme accordée par une banque locale et refinancée par l'État au bout de 15 ans (63,5 %) ; des prêts obligataires à 29 ans placés sur les marchés financiers américains selon la « Règle 144A », permettant des émissions simplifiées, avec remboursement entre la 20^{ème} à la 29^{ème} année (17 %) ; des prêts obligataires privés à 20 ans, souscrits par des compagnies d'assurances américaines, avec intérêts progressifs et 7 ans de franchise en capital (9,5 %). Chaque prêt faisant l'objet d'un contrat spécifique, pour simplifier le test, nous avons choisi d'analyser les relations de la société concessionnaire avec la banque locale qui accorde le crédit *senior* le plus important.

Dans le contrat de prêt, on note un fort levier financier : 63,5 % de l'investissement pour la banque locale seule et 90 %, pour l'ensemble des bailleurs de fonds. Une des caractéristiques essentielles du prêt est d'être consenti avec un recours limité envers les *sponsors*. Ceci signifie que les bailleurs de fonds prennent donc l'intégralité des risques sur les recettes. Ce mécanisme contractuel, tout en respectant l'affectation des risques aux entités les mieux à même des les assumer, protège les intérêts des *sponsors* et permet d'affirmer que l'hypothèse 6 est bien vérifiée.

Du fait de ce fort levier, la banque peut réclamer un droit important à l'information. Ceci est affirmé dans l'un des engagements pris par la société concessionnaire, dans lequel elle promet de divulguer toute l'information nécessaire aux bailleurs de fonds. Par ailleurs, la banque impose des audits du modèle financier, des prévisions de trafic et de l'exploitation effectués par des experts indépendants. Indépendamment de ce droit d'opérer des diligences, émergent trois autres types de mécanismes contractuels, destinés à réduire les coûts d'agence.

2.3.1. *Limitation des « free cash flows »*

Tout d'abord, une série de clauses contractuelles permet la limitation des « *free cash flows* » (Jensen, 1986). Pendant la construction, par exemple, les paiements ne sont effectués au constructeur que lorsque

¹³ Le principe du financement sur projet est le remboursement prioritaire de la dette à partir des flux de trésorerie du projet. Cette dette est dite *senior*, car remboursable par priorité. La dette *junior* (ou subordonnée), mentionnée plus haut vient juste après dans l'ordre des remboursements, les actionnaires étant rémunérés et remboursés les derniers.

l'ingénieur-conseil des banques confirme que certains « jalons » constatant l'achèvement d'unités fonctionnelles (achèvement d'un pont autoroutier, d'un tronçon, etc.) ont effectivement été atteints. Ceci permet à la banque de s'assurer que le constructeur ne se constitue pas une réserve de trésorerie en surfacturant ses prestations. De même, il est prévu, dans les « conditions préalables » aux tirages, que la quote-part de fonds propres (10 %) soit versée avant le décaissement du prêt. Une clause du contrat impose par ailleurs, à tout moment, le respect de ce ratio fonds propres / dettes.

Pendant l'exploitation du projet, le mécanisme essentiel de limitation des *free cash flows* est la définition contractuelle de la priorité des paiements, (appelée également « cascade des flux de trésorerie »). Celle-ci prévoit que les frais d'exploitation de l'autoroute doivent être réglés en priorité pour permettre au projet de continuer à produire des recettes. Puis, le service de la dette *senior* est assuré avec un coefficient de sécurité suffisant, c'est-à-dire avec un ratio de couverture de la dette largement supérieur à 1 (au minimum 1,2 ou 1,3). Ensuite, la trésorerie dégagée doit doter plusieurs comptes de réserve : un compte de réserve couvrant plusieurs mois de service de la dette et un compte de réserve pour les grosses maintenances à venir. Enfin, les sommes dues aux actionnaires (service des quasi-fond propres, puis dividendes) sont réglées en dernier.

2.3.2. Sûretés réelles sur le projet

Comme les bailleurs de fonds ne peuvent demander de garantie directe aux *sponsors* (règle du recours limité), indépendamment des « otages » réclamés sous forme des garanties financières déjà mentionnées, ils mobilisent un autre mécanisme : le nantissement des actifs détenus par la société concessionnaire, de ses actions et de ses différents comptes bancaires.

Par ailleurs, les bailleurs de fonds prévoient un mécanisme leur donnant un droit de substitution au cas où la société concessionnaire ne remplirait pas ses engagements. Si un événement de défaut du contrat de prêt intervient (non-paiement d'échéances d'intérêts ou de principal ; défaut au titre des contrats techniques ; déclaration incorrecte ou fausse ; transfert des actions de la société concessionnaire à un tiers sans accord des prêteurs), la société concessionnaire peut être déclarée défaillante par les bailleurs de fonds. Les prêteurs sont alors autorisés à

se substituer aux actionnaires ou à transférer le contrat de concession à une entité contrôlée par eux. Dès lors, les bailleurs de fonds exercent leurs meilleurs efforts pour permettre le retour *in bonis* du projet. En somme, par ce mécanisme contractuel, les actionnaires de la société concessionnaire acceptent *ex ante* la bascule d'un mode de gouvernance normal, dans lequel l'entreprise est gouvernée par les règles strictes de la dette, à un mode dégradé où s'applique un nouveau jeu de règles permettant d'améliorer la valeur de la firme et pouvant aller jusqu'à la prise de contrôle du projet par les bailleurs de fonds.¹⁴

2.3.3. Droit de surveillance

De manière plus générale, l'ensemble de ces mécanismes contractuels peut être confronté à d'autres travaux (Fama et Jensen 1983 a et b). Schématiquement, ceux-ci distinguent les droits liés à la gestion de la décision (droit d'initiation et de mise en œuvre des décisions) et ceux de surveillance (droit de ratification et de contrôle des décisions). Habituellement les droits de surveillance reviennent aux actionnaires. Or, l'amplitude des diligences, la limitation des « *free cash flows* » et le droit de substitution dont disposent les banques font que le rôle de celles-ci dans le projet, va bien au-delà de celui joué habituellement dans une entreprise. On peut s'interroger si, en contrepartie du recours limité des prêts, les actionnaires n'auraient pas transféré leur droit de surveillance aux bailleurs de fonds. En tout état de cause, il ressort de l'émergence de ces mécanismes contractuels que l'hypothèse 5 est vérifiée. L'ensemble des mécanismes rencontrés est résumé dans l'annexe 1.

¹⁴ Ce changement de mode de gouvernance est en ligne avec certains travaux (Williamson, 1988). Ceux-ci partent de l'idée originale que la dette est le financement « naturel » de l'entreprise et les fonds propres une ressource utilisée en dernier recours. Il en découle un produit financier baptisé *dequity* (contraction de *debt* et *equity*) pouvant « *disposer de toutes les caractéristiques contraignantes de la dette. Quand, toutefois, ces règles entravent des activités de maximisation de la valeur, le conseil d'administration (ou une unité de supervision similaire de haut niveau) peut suspendre temporairement ces contraintes* » (Williamson, 1988, p. 581). Des recherches complémentaires ont montré que le financement sur projet était une forme de *dequity* (Chen et Kensinger, 1991).

Conclusion

En conclusion, l'hypothèse centrale qui envisage l'émergence de clauses contractuelles protégeant chacun des intervenants contre les comportements opportunistes des autres est vérifiée. L'étude clinique permet en effet la vérification de l'ensemble des hypothèses « opérationnelles » qui découlent de l'hypothèse centrale. La spécificité des risques supportés par les partenaires est telle que les mécanismes contractuels émergeant sont différents d'une relation d'agence à l'autre. Seule l'hypothèse 2 n'est pas vérifiée, mais nous avons vu que les conséquences de ce non-respect n'invalident pas pour autant la TPA. Le pouvoir explicatif de cette théorie sort donc renforcé de la confrontation au terrain.

Ceci est confirmé par une étude entreprise par les autorités britanniques. En effet, à partir de 1993, la Grande Bretagne a décidé de lancer une *Project Finance Initiative* (PFI) sur son territoire. Dans ce contexte, elle a décidé de financer ses infrastructures de transport par le BOT plutôt que par commande publique classique. L'Agence des autoroutes britanniques (*Highways Agency*) a étudié en détail le cas des huit premières autoroutes financées de la sorte (*Private Finance Panel Executive*, 1997). Cette étude a été audité par le *National Audit Office* (NAO), équivalent de la Cour des Comptes française. Elle met en évidence une réduction des coûts d'agence, liée à l'éclatement des risques aux entités les mieux à même de les gérer, de 15 % en moyenne. Cette diminution résulte de mécanismes contractuels qui émergent au sein du nœud de contrats constitué au cours de la négociation.

Par ailleurs, on peut constater qu'il n'existe pas de modèle unique pour les BOT d'infrastructure. Il s'agit à chaque fois d'une construction « sur mesure ». Elle dépend du pays-hôte du projet ; de son système juridico-contractuel (fondé sur le code Napoléon ou sur la *common law*) ; de l'intensité et du mode de transfert du risque de trafic des autorités publiques à l'opérateur privé (péage payé directement par l'automobiliste, comme en France, ou payé par la collectivité, comme au Portugal ou en Irlande), du degré d'implication de l'État (fort en France, avec l'intervention de Sociétés d'Économie Mixte Concessionnaires d'Autoroute et de la Caisse Nationale des Autoroutes ; plus faible dans la *Project Finance Initiative*), etc.

En conclusion, si leur diversité et leur possibilité de s'adapter au terrain font tout l'intérêt des montages en « financement sur projet » et

des BOT portant sur de grandes infrastructures, il faut être conscient de l'aspect contextuel des mécanismes contractuels rencontrés : ils sont nécessairement différents d'un projet à l'autre, même si les grands principes exposés dans cet article ont un certain caractère de généralité.

Bibliographie

- Bénichou Y. et Corchia D. (1996), *Le financement de projets – Project finance-*, ESKA.
- Brealey R., Cooper I. et Habib M. (1996), « Using Project Finance to Fund Infrastructure Investments », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n° 3, Fall, p. 25-38.
- Charreaux G. (1999), « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in G. Koenig (éd.), *De Nouvelles Théories pour Gérer l'Entreprise du XXIème siècle*, Economica.
- Charreaux G. (2000) « La Théorie positive de l'agence : positionnement et apport », *Revue d'Économie industrielle*, n° 92, 2° et 3° trimestres, p. 193-214.
- Chemmanur T. et John K. (1996), « Optimal Incorporation Structure of Debt Contracts and Limited Recourse Project Financing », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 5, n° 4, October, p. 372-408.
- Chen A. et Kensinger J. (1991), *Innovations in Dequity Financing*, Quorum Books.
- Fama E. et Jensen M. (1983a), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 301-326.
- Fama E. et Jensen M. (1983b), « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 327-349.
- Finnerty J. (1996), *Project Financing : Asset based Financial Engineering*, John Wiley & Sons, coll. Frontiers in Finance.
- Ginglinger E. (1988), « Finance et entreprises réglementées : application à la gestion déléguée des services publics locaux en France », Thèse de Doctorat d'État en Sciences de Gestion, Université Paris 9.
- Grawitz M. (2001), *Méthodes des sciences sociales*, 11ème éd., Dalloz, coll. Précis.
- Huberman A.M. et Miles M.B. (1991), *Analyse des données qualitatives – Recueil de nouvelles méthodes*, De Boeck Université.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.

- Jensen M. (1983), « Organization and Methodology », *Accounting Review*, vol. 58, n° 2, p. 319-339.
- Jensen M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, May, p. 323-329.
- John T. et John K. (1991), « Optimality of Project Financing : Theory and Empirical Implications in Finance and Accounting », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 1, January, p. 51-74.
- Kensinger J. et Martin J. (1988), « Project Financing : Raising the Money the Old-Fashioned Way », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 1, n° 3, Fall, p. 69-81.
- Kleiermeier S. (1993), « Essays on Project Finance », Doctoral Thesis, Ph.D., University of Georgia (USA).
- Kleiermeier S. et Megginson W. (2000), « Are Project Finance Loans Different from Other Syndicated Credits ? », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, n° 1, Fall, p. 75-87.
- Lyonnet du Moutier M. (2003), « Financement sur projet et partenariat public-privé : la relation entre concédant et concessionnaire dans les BOT d'infrastructure », *Politiques et Management Public*, vol. 21, n° 1, mars, p. 1-25.
- Nevitt P. et Fabozzi F. (2000), *Project Financing*, 7th edition, Euro-money Publications.
- Pluchart J.J. (2000), *L'ingénierie financière de projet*, Éditions d'organisation.
- Private Finance Panel Executive, Highways Agency (1997), *D. B. F. O. in Roads : A Case Study of the First Eight D. B. F. O. Road Contracts and their Development*, March.
- Ross S.A. (1973), « The Economic Theory of Agency : The Principal's Problem », *American Economic Review*, vol. 63, n° 2, p. 134-139.
- Shah S. et Thakor A. (1987), « Optimal Capital Structure and Project Financing », *Journal of Economic Theory*, vol. 42, n° 2, August, p. 209-243.
- Williamson O. (1983), « Credible Commitments : Using Hostages to Support Exchange », *American Economic Review*, vol. 73, n° 4, September, p. 519-540.
- Williamson O. (1988), « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, July, p. 567-591.

Annexe 1 – Mécanismes émergents en fonction des risques sous-jacents aux différentes relations d'agence

Hyp N°	Préservation des intérêts...	par rapport à ceux...	Principaux risques sous-jacents	Types de mécanismes contractuels
1	- du concédant	- de la société concessionnaire	- Disymétrie d'information lors de l'exécution du contrat - Position type «monopsonne»	<ul style="list-style-type: none"> • Contrôle et surveillance <ul style="list-style-type: none"> - Demande d'information financière détaillée ; - Approbation des plans et nomination d'un ingénieur-conseil du concédant ; - Maintien de la participation des actionnaires initiaux. • Constitution d'«otages» <ul style="list-style-type: none"> - Garantie de soumission transformable en garantie de bonne fin ; - Garantie pour réparations en fin de concession.
2	- de la société concessionnaire	- du concédant	- Exploitation de la concession aux «risques et périls» de la société concessionnaire	<ul style="list-style-type: none"> • «Contribution du gouvernement» <ul style="list-style-type: none"> - Garantie partielle des recettes ; - Refinancement des prêts à partir de la 15^e année. • Soutien pour les autorisations administratives • Compensation du gouvernement en cas de : <ul style="list-style-type: none"> - Modifications unilatérales du contrat, découvertes archéologiques, «Circonstances spéciales», «Force majeure».
3	- de la société concessionnaire	- du constructeur	- Non respect du forfait budgétaire et du délai	<ul style="list-style-type: none"> • Constitution d'«otages» <ul style="list-style-type: none"> - Constructeurs «conjoints et solidaires» ; - Dommages et intérêts forfaitaires ; - Garanties financières de bonne fin ; - Prise de participation substantielle dans le capital de la société concessionnaire.
4	- du constructeur	- de la société concessionnaire	- Non maîtrise de la conception-construction	<ul style="list-style-type: none"> • Droit de résiliation du contrat de construction aux torts du concessionnaire <ul style="list-style-type: none"> - Possibilité d'arrêt des travaux.
5	- des bailleurs de fonds	- de la société concessionnaire et de ses actionnaires	- Non mutualisation des recettes nécessaires au service de la dette - Fort levier financier	<ul style="list-style-type: none"> • Droit important à l'information <ul style="list-style-type: none"> - Engagement (<i>undertaking</i>) dans le contrat de financement ; - Audits du modèle financier, des prévisions de trafic, des coûts de construction, etc. (<i>due diligence</i>). • Limitation des «free cash flows» <ul style="list-style-type: none"> - Vérification des «jalons», déclencheurs du décaissement des prêts ; - Décaissement des fonds propres avant la dette ; - Contractualisation de la cascade des flux de trésorerie. • Prise de sûretés et de sécurités sur le projet <ul style="list-style-type: none"> - Ratio de couverture du service de la dette largement supérieur à 1 ; - Dotation de comptes de réserve ; - Obligation imposée au concessionnaire de demander une importante garantie de bonne fin au constructeur ; - Nantissement des actifs et des actions de la société concessionnaire. • «Abandon» du droit de surveillance des actionnaires <ul style="list-style-type: none"> - Droit de substitution (<i>step in right</i>).
6	- de la société concessionnaire et de ses actionnaires	- des bailleurs de fonds	- Recours limité des bailleurs de fonds envers les actionnaires de la société concessionnaire	<ul style="list-style-type: none"> • Financement à recours limité