

Eiffage obtient un refinancement à 44 ans pour le Viaduc de Millau

Le concessionnaire a opté pour un crédit bancaire totalement indexé sur l'inflation et rehaussé par deux assureurs monoline.

PAR SÉBASTIEN LEROY

Pour son refinancement, le Viaduc de Millau méritait une transaction à la hauteur de l'ouvrage d'art. Le 24 juillet dernier, au terme d'un processus de près d'un an, les actionnaires de la holding concessionnaire du Viaduc (Eiffage à 51 % et la Caisse des dépôts et consignations à 49 %) ont conclu avec divers créanciers un accord de refinancement de 573 millions d'euros qui propose plusieurs innovations.

La maturité tout d'abord. La majeure partie du prêt bancaire a une maturité de 44 ans, une durée inédite en France si l'on excepte l'émission d'une dette à 50 ans de l'Agence France Trésor. La structure ensuite. Le prêt bancaire, finalement structuré en deux tranches par Depfa Bank et Dexia Crédit Local d'une part (430 millions) et la Banque Européenne d'Investissement d'autre part (143 millions), dont la rémunération est totalement indexée sur l'inflation, fait l'objet d'un rehaussement bancaire de la part de deux assureurs « monoline », FSA, filiale de Dexia, et MBIA. Le prêt est ainsi noté triple A chez Moody's et Standard & Poor's.

Appel d'offres dual

Pour mener sa consultation, Eiffage s'est offert les services de Lazard et du cabinet d'avocats Linklaters. « Plusieurs options s'offraient à l'emprunteur : recourir à un financement de marché ou un financement bancaire d'une part, faire appel ou non à un rehausseur de crédit d'autre part », explique Jean Christophe, directeur général de la succursale parisienne de Depfa Bank. Si l'idée d'un financement de marché a

été rapidement arbitrée au profit d'un financement bancaire en raison de la rigidité du produit obligataire, les avantages d'un rehausseur ont été mis au défi dans le cadre d'un appel d'offres dual.

toutes choses étant égales par ailleurs », explique François-Yves Gaudeul, directeur, en charge des activités de MBIA en France et en Belgique. La valeur actuelle nette des dividendes et la rentabilité du

projet s'en trouvent ainsi renforcées. « De plus, le projet ayant davantage de marges de manœuvre pour gérer un éventuel scénario économique défavorable, cette disposition rend plus robuste le financement », ajoute le professionnel. D'autres facteurs que la simple maturité de l'emprunt permettent d'allonger la durée moyenne (duration) de cette dette et ainsi d'augmenter la capacité du projet à verser des dividendes les premières

années. Le prêt prévoit une période de grâce de 10 ans pour le remboursement du capital. A partir de cette échéance, le profil de remboursement n'est pas linéaire mais « sculpté ». « L'indexation du principal sur l'inflation augmente la durée de l'emprunt », explique Damien Legrand. Preuve que la politique de dividendes occupe une place centrale dans le montage, la documentation de crédit prévoit la possibilité pour l'emprunteur de recourir à un endettement additionnel non subordonné à la dette initiale pour remettre de l'effet de levier à des conditions avantageuses. Une disposition assez rare dans le secteur des infrastructures.

Economie de fonds propres

En termes de coût de financement, l'offre rehaussée se compare favorablement avec l'offre bancaire. « L'emprunteur a notamment pu bénéficier de l'inversion de la courbe des taux d'intérêt entre 35 et 44 ans pour optimiser le coût de son crédit, mais aussi des effets induits



Le Viaduc de Millau, qui enjambe la vallée du Tarn (Aveyron), assure la continuité des autoroutes A75 et A71 entre Paris et Béziers.

Selon Damien Legrand, *managing director* au sein d'« Infrastructure Finance Unit » de Depfa Bank, la transaction se prêtait particulièrement bien à l'intervention d'un rehausseur de crédit : « Il s'agit d'un financement de projet sans risque de construction, le viaduc étant opérationnel depuis plusieurs années, et dont la qualité de crédit intrinsèque est 'investment grade', critère discriminant pour les monolines. En outre, leur intervention, associée à une durée de concession de 78 ans, a permis d'obtenir un financement particulièrement long. »

En proposant d'apporter leur garantie sur 44 ans, les monolines ont fait pencher la balance. Une telle maturité permet en effet à l'emprunteur de modifier la structure de remboursement au profit des actionnaires du projet. « Par rapport à la pure solution bancaire qui proposait un terme à 35 ans, l'offre rehaussée à 44 ans allège le service annuel de la dette, permettant ainsi des remontées de dividendes plus importantes chaque année aux actionnaires,

LA TRANSACTION

- Prêt de 573 millions noté AAA/Aaa (S&P/ Moody's)
- Deux tranches indexées sur l'inflation
- 430 millions d'euros à 44 ans (Depfa Bank et Dexia Credit Local)
- 143 millions d'euros à 30 ans (BEI)
- Rehaussement à 50/50 assuré par FSA et MBIA

par les nouvelles règles dites de Bâle II », explique Jean Christophe.

Dans ce cadre, les fonds propres bancaires à mettre en face d'un risque noté AAA sont inférieurs à ceux qu'il faut provisionner pour un risque BBB, qualité intrinsèque approximative du projet (une information non publique). « Cette économie de fonds propres nous a permis de tirer un peu plus le spread demandé à l'emprunteur », confie Damien Legrand. Derrière cet argument réglementaire réside une véritable philosophie de mesure du risque chez Depfa. « Un défaut sur ce prêt suppose pour la banque la conjonction d'un défaut de paiement de la holding de la société concessionnaire et des assureurs monoline », résume Jean Christophe. « Compte tenu de la durée de vie du projet, souligne Damien Legrand, ceci permet à la banque de considérer que la qualité de signature des monolines nécessaire dans les premières années sera pleinement relayée par la pérennité du projet à plus long terme. »

La difficulté de placer sur le marché français une couverture de taux sur

des prêts indexés sur l'inflation à aussi long terme et pour un montant aussi important a constitué une bonne partie des complications juridiques et financières. « Il a fallu prévoir une stratégie de placement des couvertures de taux progressive dans le temps et préalable au refinancement afin de minimiser les risques de distorsion de leur coût, confie François April, conseil d'Eiffage sur l'opération. De plus, il a fallu rendre possible leur réemploi par Eiffage dans l'hypothèse où le refinancement n'aurait finalement pas lieu. »

Syndication

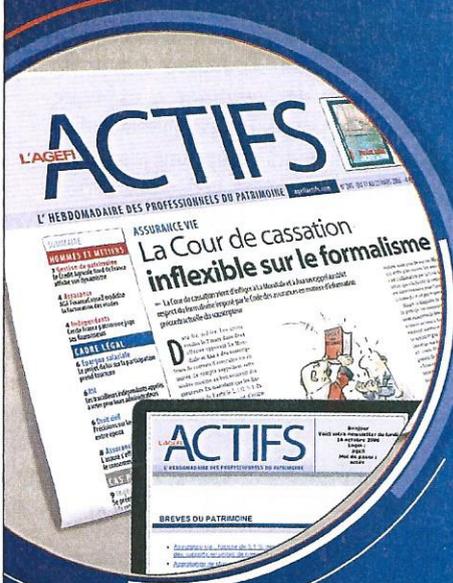
Aujourd'hui, le contrat de prêt étant signé, les banquiers pensent à l'ultime étape : la syndication. Si la documentation du prêt prévoit qu'une telle possibilité doit faire l'objet d'une concertation avec l'emprunteur, la syndication n'est pas formellement encadrée et reste largement à la main des banquiers. Du côté des monolines, la syndication prend la forme de réassurance. « Dans le cadre de la réassurance, nous supportons le

Modification de la concession

La modification du contrat de concession nécessaire à l'entrée de la Caisse des dépôts et consignations et à la mise en place de la structure spécifique du refinancement explique en grande partie les délais de signature du financement pour lequel la consultation formelle aura duré près de 10 mois. Pour procéder aux modifications nécessaires, il a entre autres fallu transférer la participation d'Eiffage à l'une de ses filiales. « Un autre point clé de la modification du contrat a consisté à étendre au profit des créanciers financiers de la filiale d'Eiffage contrôlant le concessionnaire et emprunteur au titre du refinancement, le droit de substitution initialement prévu au seul profit des créanciers directs du concessionnaire, leur permettant de prendre le contrôle de la concession en cas de défaut du concessionnaire », explique Bertrand Andriani, associé chez Linklaters.

risque de crédit de nos récessionnaires dans la mesure où nous sommes irrévocablement engagés à assurer le remboursement du principal et des intérêts de la dette aux banques », précise François-Yves Gaudoul qui ajoute : « Cet engagement sur la durée du financement crée un alignement d'intérêts avec l'emprunteur et facilite sa gestion du crédit dans le temps. » ■

L'AGEFI ACTIFS



L'HEBDO DES PROFESSIONNELS DU PATRIMOINE

> Chaque vendredi, L'AGEFI ACTIFS vous apporte une information 100 % professionnelle, 100 % patrimoine (l'actualité des professions, la veille juridique & fiscale, l'essentiel sur les allocations d'actifs et les innovations produits, les avis d'experts, les dossiers complets...)

> Chaque jour, la newsletter patrimoniale, pour être sûr d'être immédiatement alerté

Pour plus d'informations sur nos offres d'abonnement, rendez-vous sur www.agefi.fr

www.agefiactifs.com