

CHAPITRE 5

CHAPITRE 5

METHODES ALTERNATIVES DE FINANCEMENT

- . Section A. Mode de Financement 1 page 85
- . Section B. Mode de Financement 2 page 133
- . Section C. Données Générales Communes page 173

CHAPITRE 5 - SECTION A

MODE DE FINANCEMENT 1

CHAPITRE 5 - SECTION A

Mode de Financement 1

	<u>Page</u>	<u>Paragraphe</u>
. Avant Propos.....	85	1
. Introduction	85	2
. A. Besoins de la phase de préparation	86	8
. B. Financement de la phase de construction	89	15
. C. Période d'exploitation	96	44
. D. Sûretés	101	61
. E. Résumé des engagements de partage de risques	102	68
. F. Esquisse des modalités d'application ..	104	76
. G. Exemples de mises en oeuvre et résultats	108	104
. H. Contraintes et exigences pour la mise en oeuvre	117	121
Annexe 1	127	147
Annexe 2	130	164
Annexe 3	131	166

MODE DE FINANCEMENT 1

AVANT PROPOS - Ce mode de financement est basé sur l'hypothèse suivante :

- 1 Tous les facteurs matériels relatifs à la construction et à l'exploitation du projet peuvent être estimés avec un degré de précision suffisant pour rendre le risque acceptable par les marchés financiers, et par le secteur de l'assurance. Par conséquent le secteur privé peut fournir des fonds sans recours dès le début de la construction.

INTRODUCTION

- 2 La première étape dans la conception d'un montage financier consiste à évaluer de façon approfondie les caractéristiques du projet telles qu'elles résultent de l'étude de faisabilité détaillée préparée par les promoteurs eux-mêmes, ou faite pour eux. L'analyse de l'étude de faisabilité permet de cerner les risques du projet pour voir s'ils sont susceptibles d'être acceptés par les marchés financiers. De plus, les objectifs des promoteurs et des investisseurs sont examinés dans le détail de sorte que le montage financier soit adapté aux besoins de toutes les parties en présence, c'est-à-dire non seulement les promoteurs, les investisseurs et les bailleurs de fonds, mais aussi les gouvernements des pays où le projet est situé.
- 3 Dans ce contexte, il apparaît que les éléments d'information actuels sur le projet de lien transmanche sont assez limités et dépassés. La rédaction ou la commande d'une étude de faisabilité est habituellement le fait des promoteurs et des investisseurs dont l'engagement permanent pour le projet rentre dans le cadre normal de leurs activités. Dans le cas du lien transmanche, les seules parties en dehors des gouvernements sont les sociétés de construction qui cherchent à obtenir un mandat de maître d'oeuvre ; elles ne sont normalement ni opérateurs, ni investisseurs en capital ; pourtant elles peuvent aider les premiers et s'associer aux seconds. Il s'ensuit que les objectifs des investisseurs peuvent être assimilés à ceux des créateurs d'une entreprise nouvelle en dehors du cadre normal de leurs activités.
- 4 L'attitude du gouvernement dans le lien transmanche est primordiale : le projet est par nature bi-national, il doit s'imbriquer dans une infrastructure contrôlée par les pouvoirs publics. De plus, une autorisation pour construire le projet est nécessaire, outre la création d'un ou plusieurs organismes de contrôle bi-nationaux. La nature même d'un tel contrôle et la structure de la société (ou des sociétés) propriétaire des actifs ont une incidence sur l'acceptabilité finale de tout plan de financement.

- 5 Il est donc clair que des travaux sont encore nécessaires avant de pouvoir formuler un plan de financement définitif. Néanmoins, la procédure décrite ici veut donner un cadre à l'intérieur duquel un plan de financement définitif peut être conçu pour le projet dans son ensemble, pour autant que la décision politique de mener à bien le projet soit résolument affirmée. Cependant, comme l'exposé des motifs le rappelle, il convient de remarquer que le premier montage ne vaut que là où les éléments matériels de la construction et de l'exploitation du projet peuvent être prévus avec suffisamment de précision pour qu'ils représentent un risque acceptable aux marchés financiers et à celui de l'assurance. En effet, les investisseurs et les banques prêteuses se trouvent en première ligne du montage financier et les financements supplémentaires qu'il faudra rechercher ne serviront qu'à couvrir ce "qui ne peut raisonnablement être prévu". Par conséquent, la structure décrite est sans recours au départ mais seuls des impondérables justifieront l'utilisation éventuelle de fonds supplémentaires avec recours.
- 6 La meilleure manière d'illustrer le montage consiste à examiner les différentes étapes du projet, les besoins de la phase de développement, les financements de la phase de construction et de la phase d'exploitation. Ensuite les sûretés nécessaires seront examinées et la répartition des risques entre les parties en présence sera clairement indiquée. La présente section, ses annexes et certains points de la Section C du chapitre 5 expressément signalés par leurs titres, couvrent l'ensemble du plan de financement. Les procédures de mise en oeuvre seront ensuite résumées. Il s'en suit des répétitions, mais le souci principal est d'assurer la bonne intelligence de la chronologie des événements.
- 7 Des exemples de mise en oeuvre sont ensuite passés en revue. Ils donnent une idée de l'importance des besoins de financement. C'est à la lumière de ces facteurs que la dernière partie, Contraintes et besoins, a été rédigée.

A - BESOINS DE LA PHASE DE PREPARATION

- 8 Cette phase doit commencer avec la commande d'une étude globale et détaillée des aspects techniques, de la conception et de prévisions qui doit être entreprise avant qu'un plan de financement définitif puisse être conçu et mis en oeuvre. Le principal objectif de l'étude est de produire un prospectus ou memorandum d'information, (cf. Titre 1 (e), de la Section C du Chapitre 5), qui pourra être remis aux investisseurs potentiels et aux banques chef de file afin de commencer à réunir les fonds. Pour cela la nature de la ou des sociétés propriétaires à constituer doit être arrêtée au tout début. Le groupe d'études doit être composé de banquiers et de personnes désignées par les maîtres d'ouvrage délégués du projet : les premiers forment le noyau du groupe de financement et les derniers sont responsables de la conception, de la fixation des coûts et de la supervision de la construction. Cela implique que les maîtres d'ouvrage délégués soient totalement indépendants des principaux entrepreneurs et des sous-traitants qui travaillent à la construction. Mais les entrepreneurs doivent être désignés rapidement pour que s'instaure un véritable dialogue entre eux et les maîtres d'ouvrage délégués. Cet échange est nécessaire pour établir un plan acceptable, un programme de travail correspondant et un devis ferme sous une forme et pour un montant donnant satisfaction à tous les principaux responsables de la construction. En outre, une couverture d'assurance devra être obtenue et le montant des primes correspondantes ne pourra être connu que lorsque les maîtres d'ouvrage délégués et les principaux entrepreneurs seront nommés. Les sous-traitants seront sélectionnés par voie d'appel d'offre public. La deuxième partie de la Section C esquisse le rôle des maîtres d'ouvrage délégués ; alors que la troisième partie est consacrée à la couverture probable par des compagnies d'assurances.

- 9 Parallèlement aux analyses techniques et financières mentionnées ci-dessus, l'étude comprendra un examen sous l'angle juridique de l'autorisation gouvernementale, du Traité et de la constitution de l'organisme propriétaire ou des organismes propriétaires (ci-après dénommés la ou les société(s) exploitante(s) ou la ou les organismes ou sociétés propriétaires). Il s'agit d'un programme progressif qui est exposé de façon détaillée au point 1 de la Section C du Chapitre 5 qui couvre l'ensemble des tâches à entreprendre au cours de la phase de préparation.
- 10 Les dépenses à engager au cours de la phase de préparation sont évaluées à quelques GBP 18 millions en valeur 1983. Il est très peu probable que la totalité de ce montant puisse être obtenue sous forme de capital-risque auprès du secteur privé puisque c'est justement à la fin de cette phase que sera rédigé le Prospectus/Memorandum, décrivant le cadre juridique de l'opération. Cependant, cette phase de préparation sera émaillée d'évènements décisifs qui permettront de faire le point et de décider si des dépenses supplémentaires se justifient (cf. 1ère partie, Section C du Chapitre 5).
- 11 Les sommes nécessaires sont importantes, mais s'il existe une volonté réelle de construire le lien transmanche et seulement sous réserve d'une ultime vérification de la viabilité technique et financière, les fonds nécessaires pour cette phase de préparation pourraient être fournis par les banques. Ces financements devraient être assortis d'une clause de remboursement par une source sûre pour le cas où le projet ne serait pas mis en oeuvre. Cependant, si le projet était mis en oeuvre, les frais engagés pendant la phase de préparation seraient capitalisés.
- 12 A un moment donné au cours de la phase de préparation les renseignements essentiels pour évaluer le projet dans son ensemble devraient être disponibles. Il s'agit notamment :
- 1) D'un rapport complet d'analyse technique rédigé par des experts indépendants, l'un probablement anglais, l'autre français. Ce rapport devra être confirmé par les maîtres d'ouvrage délégués.
 - 2) D'un projet de conception globale réalisée par les maîtres d'ouvrage délégués mais d'une présentation acceptable par les principaux entrepreneurs.
 - 3) D'une analyse du chemin critique de la construction avec
 - l'objectif de coût (parfois dénommé ci-après Coût Objectif)
 - un projet de plan d'investissement
 - la durée maximum de construction envisagée
- réalisée par les maîtres d'ouvrages délégués et vérifiée par un expert indépendant mandaté par les banques.

- 4) D'un état prévisionnel de revenus nets fondé, entre autres, sur les estimations actualisées en matière de trafic et de tarif réalisées par des experts indépendants, couvrant la période de construction et 35 ans d'exploitation. Cet état devra être fait sous la responsabilité des Banquiers,
 - 5) la nature de la société (ou des sociétés) propriétaire à constituer : elle sera proposée par les banques en fonction des besoins financiers et confirmée par les maîtres d'ouvrage délégués qui auront à apprécier le caractère adéquat des procédures de contrôle et de prise de décision pendant la construction. La décision finale appartiendra aux Gouvernements.
- 13 Il faut évaluer le risque technique, le risque et le coût de construction, ainsi que la rentabilité de l'investissement et d'esquisser le schéma d'amortissement des prêts. Tous ces éléments sont cruciaux. Le risque technique doit être acceptable pour les marchés de capitaux, les banques et les compagnies d'assurance. Le risque de construction doit être couvert, dans toute la mesure du possible, par les compagnies d'assurances et quand il convient par les entreprises de construction. La rentabilité de l'investissement doit être suffisante pour qu'un placement privé sur le marché des capitaux soit possible, compte tenu de la nature de l'entité ou des entités propriétaires à constituer. Le montant total de financement sans recours nécessaire ne doit pas dépasser la capacité de placement des banques pour un même projet, et il faut démontrer que l'amortissement financier peut intervenir dans un délai acceptable.
- 14 Dans l'état actuel des choses, il n'est pas possible de réaliser une étude détaillée des aspects techniques et économiques. Il est néanmoins possible d'indiquer la nature du test de viabilité économique qui sera effectué avant de se tourner vers les différents marchés financiers impliqués dans le partage du risque du projet de lien transmanche. Une esquisse de test de viabilité économique figure à l'Annexe 1. Le test a pour but de calculer l'emprunt maximum qui pourrait être amorti sur une durée d'exploitation de 25 ans tout en permettant un rendement satisfaisant des fonds obtenus sur le marché des capitaux. Ce calcul ne sera possible que lorsque les modalités du partage des risques auront été arrêtées ; cela est expliqué plus loin dans la partie consacrée aux financements pendant la période de construction. Il est néanmoins important de souligner que le test de viabilité économique sera effectué avant la collecte des fonds, afin que tous les financements soient en place, ou du moins assurés, bien avant le début des travaux.

B - FINANCEMENT DE LA PHASE DE CONSTRUCTION

- 15 La responsabilité de la construction appartient aux maîtres d'ouvrage délégués. Il s'ensuit que les investisseurs et les prêteurs doivent avoir une confiance totale dans la compétence de ceux qui seront désignés. Même s'il est vraisemblable que les prêteurs désireront entretenir des relations étroites avec les maîtres d'ouvrage délégués, c'est aux dirigeants ou au Conseil d'administration de la société ou des sociétés propriétaire que ceux-ci rendront compte de leur mission. C'est pourquoi les prêteurs demanderont que soit choisi un cabinet d'ingénierie indépendant qui agira en leur nom pour contrôler les initiatives des chefs de projet. Les honoraires du cabinet d'ingénierie seront un élément du coût du financement.
- 16 A supposer qu'il soit prouvé à la satisfaction des investisseurs et des prêteurs que le projet est techniquement réalisable, il faudra s'assurer que la construction pourra être menée à bien dans les limites prévues au budget, dans les délais et au niveau de qualité souhaité, que des fonds suffisants sont disponibles pour couvrir les coûts budgétés plus un filet de sécurité, et que des fonds supplémentaires seront disponibles si nécessaires pour mener à bien le projet. Il est proposé que toutes ces questions qui doivent être réglées dès le départ soient traitées de la manière suivante :

1 Le Coût-Objectif de la construction

- 17 Il doit correspondre aux meilleures prévisions des entrepreneurs en matière de coût de construction, de plan d'investissements et de durée maximum de construction. Le coût global de la construction est indiqué en données non corrigées de l'inflation étant entendu que les paiements pour travaux effectués seront révisés pour tenir compte de l'inflation. Les indices utilisés seront ceux de la construction au Royaume-Uni et en France.
- 18 Il est essentiel que les facteurs de coûts, de durée et de qualité du projet soient contrôlés de façon appropriée. On se propose par conséquent de fixer des objectifs pour le plus grand nombre possible d'éléments afin de déterminer un Coût-Objectif global suffisamment fiable. Il faudra avoir des discussions approfondies avec des ingénieurs indépendants pour déterminer de quelle manière des objectifs peuvent être fixés pour les différents éléments du projet ; en prenant comme exemple le percement du tunnel, le coût-Objectif comprendra un certain montant pour tenir compte de difficultés prévues comme des failles géologiques d'une certaine taille, des désordres géologiques d'une certaine ampleur sur le tracé du tunnel. Le nombre et l'importance des failles, qui serviront de base à l'évaluation du coût d'objectif seront légèrement augmentés par rapport au nombre relevé par l'étude topographique. Si le montant convenu était dépassé parce que d'autres désordres géologiques étaient décelés ou que ceux qui ont d'ores et déjà été constatés s'avèrent plus graves, le Coût Objectif augmenterait, mais seulement pour permettre le remboursement du prix des travaux occasionnés par ces nouvelles failles, ou par ces accidents de terrain plus prononcés et, en tout état de cause, après vérification par un ingénieur indépendant. Cette dernière vérification incluerait une expertise pour étayer une demande d'indemnité auprès d'une compagnie d'assurances.

- 19 Cela s'applique à tous les domaines où seront rencontrés des difficultés techniques. En outre, conformément aux procédures de soumission dans le domaine de la construction, la détermination d'un coût d'objectif global de la construction doit comprendre d'avance un filet de sécurité acceptable tant en matière de coût que de délais, et une marge pour les frais généraux et le bénéfice.
- 20 Ce n'est pas l'intention que tous les contrats, dans le cadre du projet, seront du type connu sous le nom de "contrats à prix d'objectif" ou "à la marge" pour le génie civil. Le but est de fixer un coût d'objectif global de la construction qui puisse être traité comme contrat d'ensemble. Il en résulte que si la construction considérée au point de vue des trois éléments de coût, durée et qualité, est achevée moyennant un coût inférieur au coût d'objectif global majoré de l'inflation, l'économie réalisée sera partagée entre la société (ou les sociétés propriétaires) et les maîtres d'ouvrage délégués, plus s'il y a lieu les principaux entrepreneurs : l'incitation recherchée existe alors.
- 21 L'entière coopération des maîtres d'ouvrage délégués sera nécessaire pour y parvenir et à leur tour ils devront rester en contact avec les principaux entrepreneurs. Pour déterminer le coût d'objectif global du projet, les maîtres d'ouvrage délégués et les principaux entrepreneurs devront comprendre et accepter deux autres aspects du plan de financement, à savoir:
- a) l'augmentation du coût liée à des difficultés techniques, comme dans le cas du percement du tunnel évoqué ci-dessus, et tous les cas similaires devront être couverts par des polices d'assurance dans toute la mesure du possible. Cela revient à dire que toute révision de coût doit être valablement justifiée et pouvoir étayer une demande d'indemnisation auprès d'une compagnie d'assurance.
 - b) tous les aspects du risque de construction qui ne peuvent être assurés (voir Section C du Chapitre 5, 3ème partie); ou sont imprévisibles, pourraient se traduire, dans certaines limites, par une retenue qui serait couverte par des obligations souscrites par les constructeurs et matérialisant leurs créances (voir point 34 b ci-après).

2 Estimation de base des besoins de financements

- 22 Outre ce qui est dit plus haut, le plan de financement devra prévoir d'autres marges de sécurité pour tenir compte d'impondérables qui occasionneraient un dépassement du coût d'objectif de la construction et de la durée envisagée pour celle-ci. L'assurance couvrirait le plus grand nombre possible de risques, pourvu que le montant de la prime n'obère pas excessivement le coût. En ce qui concerne la construction, il faudrait s'efforcer de faire assurer le risque d'un accroissement des coûts dû à des difficultés techniques et géologiques imprévues, et des frais financiers qui courront pendant les délais correspondants.

Le risque de défaillance d'un entrepreneur serait aussi couvert par des assurances, dans toute la mesure du possible.

- 23 Une Estimation de Base des besoins de financement serait alors faite de la manière suivante : au coût d'objectif de la construction majoré d'un filet de sécurité et d'une prime d'assurance, sera ajoutée la somme des montants estimés de révision de prix pour inflation et des intérêts capitalisés. Ces deux dernières estimations seraient fondées sur le planning des dépenses, et sur les délais de construction révisés pour ménager des marges de sécurité supplémentaires. Les intérêts seront capitalisés pendant toute la période de construction, et pendant une durée limitée une fois le projet achevé.
- 24 Les besoins de financement estimés devront être couverts par les mises en capital et par des prêts bancaires sans recours. Ces deux financements devront être assurés dès le début, mais l'utilisation des prêts sera fonction du respect du calendrier des travaux pendant la période initiale de construction.

3 Mise en capital

- 25 Le montant des capitaux d'investissement (fonds propres) devrait représenter un pourcentage acceptable du Coût-Objectif de la construction. Pour atteindre cet objectif, le but serait de réunir suffisamment de capitaux d'investissement pour couvrir la période initiale de construction, jusqu'à ce qu'il soit possible de démontrer que le budget et la durée de construction sont respectés. Cela revient à dire qu'il faut avoir levé des capitaux suffisants pour obtenir les sites et les préparer, que les principaux équipements nécessaires pour la construction aient été commandés, que des contrats aient été passés avec les sous-traitants et que les principaux travaux aient été entrepris. Simultanément, il faudra être en mesure d'apporter la preuve que les infrastructures sont en cours d'étude ou de réalisation. Il sera nécessaire que les gouvernements français et britannique s'engagent irrévocablement à réaliser les infrastructures complémentaires avant la date d'achèvement de la liaison. Cet engagement devra se traduire par l'obligation d'indemniser la société (ou les sociétés) propriétaire de tous les coûts qu'elle aurait été amenée à supporter en raison d'une défaillance quelconque dans la réalisation en bonne et due forme de cet engagement (voir aussi le paragraphe 71).
- 26 Ces facteurs sont importants pour démontrer que les fonds ainsi investis jouent en fait véritablement le rôle de capital social. Il faudrait que ces investissements soient suffisants pour couvrir les frais de la période de développement plus le coût des deux premières années de construction, soit au minimum 20 % du coût d'objectif de la construction;
- 27 En France, on peut estimer que les capitaux seront investis par le biais des secteurs publics, semi-publics ou privés, alors que les capitaux britanniques proviendront du secteur privé. La grosse majorité, peut être la totalité des fonds recherchés sur les marchés privés des capitaux devra être obtenue par des placements privés auprès de sociétés, de banques ou d'établissements de premier plan. L'élément crucial dans la collecte de ces fonds est le niveau de rentabilité qu'il faudra donner à l'investissement, compte tenu du temps qui s'écoulera entre l'apport de capitaux et la génération d'un cash flow positif par le projet. Pour atténuer cet aspect, une large majorité des capitaux pourrait être levée par exemple sous forme d'obligations convertibles, avec un nombre très limité de véritables actions. Elles porteront intérêt à un taux supérieur à celui de l'inflation. Ces intérêts seront payés en obligations convertibles nouvelles émises jusqu'à ce que le projet produise un cash flow suffisant pour verser des intérêts en espèces.

- 28 Les obligations convertibles et les actions seront placées auprès des mêmes investisseurs sur une base proportionnelle. Ces investisseurs devraient s'engager a priori à acquérir des obligations convertibles supplémentaires en guise de paiement d'intérêts. La capitalisation des intérêts est une pratique bien connue du marché bancaire des financements de projets, mais beaucoup plus rare sur le marché des capitaux. Il serait cependant peu réaliste de demander aux banques d'accorder des prêts sans recours pour permettre le paiement d'intérêts aux investisseurs des secteurs public et privé.
- 29 Ce n'est là que l'un des aspects du rendement initial (pendant la période de construction) du capital investi. Il est tout aussi important pour les investisseurs que la société (ou les sociétés) propriétaire offre des avantages fiscaux le plus tôt possible sous forme de dégrèvements. C'est la seule manière qui permette aux actions d'être rémunérées pendant la période de construction et les premières années d'exploitation, jusqu'à ce que les prêts aient été remboursés ou refinancés en totalité. Compte tenu de l'incertitude sur ce problème, l'émission d'actions a été ignorée dans les calculs (obligations convertibles seules émises). Le placement d'actions et d'obligations convertibles auprès des mêmes investisseurs permettra de majorer le taux d'intérêt sur les obligations convertibles pour compenser l'absence de rémunération des actions. Toute mesure prise par les gouvernements pour améliorer le traitement fiscal faciliterait l'émission d'actions, qui donnerait au projet une meilleure assise, avec un ratio d'endettement et des coûts réduits. Toutes les déductions fiscales autorisées seront en tout état de cause utilisées pendant la période d'exploitation et seule une partie d'entre elles sera nécessaire pendant la période de construction. Le reste servira à réduire l'assiette taxable pendant la période d'amortissement du prêt.
- 30 Il n'est pas possible de fixer une date précise pour la conversion des obligations mais elle ne peut certainement pas avoir lieu avant que les prêts obtenus pour la construction aient été remboursés ou refinancés. En outre, on prévoit que toutes les obligations convertibles émises en paiement d'intérêt seront remboursées et non converties après le remboursement ou le refinancement de tous les prêts obtenus pour la construction. Nous n'en avons pas tenu compte dans le calcul des remboursements puisque cela sera alors l'affaire de la société exploitante.

4 Principal prêt bancaire sans recours

- 31 L'écart entre les fonds propres et les besoins de financement estimés devra être couvert par un prêt bancaire sans recours.
- 32 Le montant des concours bancaires sans recours nécessaires est tel qu'il ne pourra pas être obtenu uniquement sous forme de prêts, ces prêts bancaires devront eux-mêmes provenir de sources multiples. Il faudra utiliser l'éventail complet des instruments financiers, les obligations à taux révisable, les obligations indexées, le leasing, etc, moyennant la garantie d'un syndicat bancaire. Il faudra s'efforcer au maximum de réduire l'impact des intérêts capitalisés et à cet égard tous les types d'obligations émises avec une forte décote par rapport au pair seront précieuses. Le risque de change devra être limité dans toute la mesure du possible, et par conséquent la préférence ira aux emprunts en livres, en francs français, en Ecus, puis dans les autres principales devises européennes.
- 33 Il faut remarquer cependant que la possibilité d'utiliser des instruments financiers autres que les prêts bancaires sera fonction de l'attitude des marchés à la date d'émission. Le montant total du risque sans recours doit être couvert dès le début par un consortium bancaire et il convient donc de considérer dans ce rapport que le montant total du prêt est constitué par le Prêt Principal "sans recours".

5 Couverture du dépassement des coûts

- 34 Les besoins de financement estimés contiennent déjà une marge pour dépassement de devis par rapport au prix d'objectif.

Cependant, si au cours de la construction, lors du réexamen des dépenses réelles et des prévisions de dépenses, on estime que le coût de construction estimé sera dépassé, et que cela n'est pas couvert par l'assurance, il faudra obtenir des capitaux supplémentaires. On se prémunira contre cette éventualité en mettant au point d'avance les financements supplémentaires suivants :

- A - On procèdera à des nouveaux appels de capital. Cela se fera par l'émission à hauteur de 90 % d'obligations convertibles originelles et de celles destinées à couvrir les paiements d'intérêt : les 10 % restant pourront en effet être appelés au fur et à mesure des besoins, moyennant un préavis minimum ;
- B - Des obligations seront émises par la société et souscrites par les principaux entrepreneurs, voire des maîtres d'ouvrage délégués, pour un montant pouvant aller jusqu'à 10 % du Coût Objectif total de la construction corrigé de l'inflation. Les intérêts des obligations seront payés ou capitalisés. Ces obligations pourront être émises uniquement pour couvrir un dépassement effectif du coût d'objectif pour des travaux achevés. Cette notion d'obligations souscrites par des entrepreneurs se veut être exemplaire et montrer la manière selon laquelle les principaux responsables de la construction doivent prendre la part du risque de construction qui ne peut pas être couverte par une assurance.

C - Un prêt stand-by sans recours sera fourni à hauteur d'un certain pourcentage (par exemple 10 %) du montant du Principal Prêt bancaire sans recours. Ce concours sera mis en place en même temps que ce prêt bancaire principal sans recours et ses tirages autorisés chaque fois que ses utilisations se trouveront devoir dépasser les montants prévus.

6 Disponibilité des financements nécessaires pour compléter le projet

35 Les points 1 à 5 ci-dessus sont censés couvrir tous les coûts de construction qui peuvent être prévus et pour lesquels il est possible de s'assurer, plus un certain pourcentage de risque non assurable. Les besoins de financement estimés sont adaptés au cas de base du rapport franco-britannique. Eventuellement, chaque fois que cela sera possible, des polices d'assurance couvriront les accroissements des coûts qui résulteraient de difficultés techniques et géologiques imprévues et des frais financiers encourus à la suite des retards en résultant. De plus, les nouveaux appels de capital, les obligations émises auprès des entrepreneurs et le prêt bancaire stand by sans recours qui sont mentionnés plus haut apporteront des compléments de financement. Au total tout cela devrait contenir une marge d'erreur suffisante au-delà du prix d'objectif. Il reste cependant des impondérables. Cette dernière éventualité crée la nécessité d'assurer la continuité des financements sous la seule réserve que le projet demeure économiquement viable.

36 Vu l'importance des montants de financement nécessaires, les assurances particulières pour les impondérables, et par ailleurs le caractère bi-national du projet, on pense que l'aide des gouvernements ou de la CEE. sera nécessaire pour couvrir ce qui est totalement imprévu. Cette aide n'a pas à être illimitée, mais elle doit néanmoins être suffisante pour assurer la continuité des financements dans le cas où surgiraient des difficultés imprévues. De là, la nécessité de prévoir un engagement de continuité des financements (cf Annexe 2).

37 S'il s'avérait nécessaire d'assurer la continuité des financements, les montants correspondants seraient obtenus de la manière suivante :

- 10 % en capital, soit par les investisseurs actuels, soit par de nouveaux investisseurs.
- 90 % par des prêts bancaires accordés soit par les prêteurs actuels, soit par de nouveaux prêteurs sous forme, selon le cas, d'un prêt bancaire avec recours moyennant l'engagement acceptable d'un tiers (des Gouvernements ou de la CEE.), (cf Annexe 2 sur cet engagement de continuité des financements).

L'apport de 10 % supplémentaires sous forme de capital serait une condition préalable à l'octroi des 90 % de prêts bancaires avec recours.

Des intérêts seraient payés sur le prêt bancaire avec recours. Ils devraient éventuellement être capitalisés pendant une période relativement longue. Il faudra en mesurer l'importance car cela contribuera à accroître le montant du prêt initial dont on aura besoin au moment où on procèdera à la mise en place des financements.

- 38 Les points 1 à 6 ci-dessus reprennent tous les principes à appliquer à la structure financière. Le Coût Objectif de la construction servira de base de calcul pour l'Estimation de Base des besoins de financement ; il s'agit du devis des entrepreneurs qui devra être vérifié par une firme indépendante de conseil. Le montant total des financements qui peuvent être obtenus pour le projet devra être contrôlé de manière à donner des assurances raisonnables de remboursement aux prêteurs. C'est la principale justification du test de viabilité économique qui donnera une estimation du montant maximum pouvant être remboursé par les recettes du projet et du plafond d'endettement annuel estimé. Ce dernier élément servira aux vérifications suivantes :
- a) l'encours prévu, année après année, du prêt bancaire sans recours principal ne doit pas dépasser 75 % de l'encours maximum de l'ensemble des dettes pour le même exercice, tel que permis par l'application du Test Economique de Viabilité.
 - b) Pendant toute la durée de la construction, le montant total des encours de financements, soit réels, soit prévus, au cours d'un certain exercice, ne doit pas dépasser le plafond d'encours fixé pour cette année pour tout l'endettement en fonction du dernier test de viabilité économique. Le plafond d'endettement visé englobe le prêt bancaire principal sans recours, le prêt bancaire stand-by sans recours, le prêt bancaire avec recours et les obligations souscrites par les constructeurs.
- 39 De ce fait la vérification a) permet d'obtenir des financements supplémentaires dans les limites fixées au point b).
- 40 En outre le plafond prévisionnel du prêt bancaire avec recours ne pourra en aucun cas dépasser celui des prêts bancaires sans recours. Ces derniers seront la somme du prêt bancaire sans recours principal et du stand-by. De ce fait, l'aide donnée dans le cadre de l'engagement d'assurer la continuité des financements n'est pas illimitée.
- 41 Il a déjà été indiqué qu'un test de viabilité économique sera réalisé avant de commencer à réunir les fonds. De plus, si au cours de la construction la date d'achèvement doit être modifiée sensiblement, il faudra effectuer un nouveau test de viabilité économique afin de bien vérifier que le projet continue à être viable. Cela se justifie puisque la durée sur laquelle on aura estimé le revenu net annuel ne sera plus la même. Cet aspect est abordé plus en détail à l'Annexe 1.

7 Ordre de priorité des utilisations des instruments de financement

Pendant la période de construction les utilisations seront faites dans l'ordre de priorité suivant :

- a) à supposer qu'il n'y ait pas de dépassement des besoins estimés de financement au delà de l'Estimation de Base :
 - fonds propres utilisés à hauteur de 90 %,
 - prêt bancaire principal sans recours.

b) dans tous les cas où un dépassement est envisagé on aura progressivement recours aux financements énumérés ci-dessous :

- utilisation des fonds propres, à hauteur de 100 %,
- emprunts obligataires souscrits par les constructeurs, émis pour le montant maximum possible,
- prêt bancaire principal sans recours et prêt stand-by sans recours de secours, utilisés à plein jusqu'à l'achèvement des travaux,
- nouvel appel en capital de 10 %, plus prêt bancaire avec recours de 90 % en vertu de l'engagement d'assurer la continuité des financements (ces pourcentages s'appliquent aux besoins financiers alors existant).

43. D'un bout à l'autre de la construction, les dépenses réelles seront contrôlées et les prévisions de dépenses seront ajustées régulièrement. Tout dépassement constaté ou inéluctable et non couvert par l'assurance entraînera une modification du plan d'utilisation des financements.

C - PERIODE D'EXPLOITATION

44. Des tirages sur le prêt sans recours auront encore lieu après l'achèvement de la construction de la liaison transmanche. En effet, il est peu probable que les recettes nettes dégagées pendant les premières années d'exploitation couvriront intégralement les charges financières. Il faudra par conséquent continuer à capitaliser les intérêts. On ne peut donc pas prévoir que l'amortissement commencera dès le début de l'exploitation et il faudra attendre que le cash flow le permette. On a tenu compte de ces éléments pour déterminer les procédures de collecte des fonds exposées précédemment ; ils ont également une incidence sur la durée estimée de l'endettement et sur les schémas d'amortissement.

45. Tout prêt sans recours s'appuie sur une analyse du cash flow prévisionnel. Il faudra en déduire les coûts d'exploitation et les autres charges annuelles, c'est un pourcentage du chiffre net qui sera réservé au paiement des intérêts et au remboursement du principal. Le chiffre net variera essentiellement en fonction des tarifs et du trafic. A supposer qu'un tarif et une certaine fréquence de trafic puissent être maintenus, il a été admis dans ce mode de financement que les banquiers acceptent le risque relatif au tarif et au trafic sous réserve :

- que les Gouvernements prennent un engagement de non-intervention ; ou
- qu'un accord soit signé avec les Etats ou la C.E.E. prévoyant le versement d'indemnités dans l'éventualité où des contraintes fiscales ou réglementaires (par exemple un contrôle des changes ou des barrières tarifaires) seraient imposées par les Gouvernements qui auraient une incidence sur le niveau du trafic.

46. Il demeure une difficulté fondamentale en ce qui concerne le financement du projet de lien transmanche : la durée du prêt bancaire sans recours nécessaire va bien au-delà de ce qui est acceptable par le marché financier. Par conséquent, il convient de trouver un moyen de réduire la durée du prêt sans recours en faisant prendre le relais de prêts bancaires par des emprunts obligataires. L'émission d'obligations du type envisagé remboursables au moyen des recettes générées par le projet, ne peut se faire que pendant la phase d'exploitation. Une telle émission pourrait commencer à partir de la troisième année d'exploitation par tranches annuelles d'un montant de GBP 250 millions (en données 1983 à corriger de l'inflation).
47. C'est une pratique courante aux Etats-Unis d'émettre des obligations adossées aux revenus pour refinancer les prêts bancaires après la construction d'un ouvrage de service public, mais elle a rarement, voire jamais, été tentée sur les marchés européens. En outre, quand on émettra la première tranche d'obligations indexées sur les recettes, la société d'exploitation sera encore relativement jeune. Par conséquent les marchés obligataires pourraient bien exiger des assurances complémentaires. On suggère que le support nécessaire soit fourni par un engagement de soutien à l'émission d'obligations qui aura été négocié avec un tiers acceptable (les Gouvernements ou la CEE).
48. Les obligations adossées aux revenus ne seront émises que si, à la date de chaque émission, on peut démontrer qu'il y a assez de cash flow pendant les 25 années suivantes pour créer un fond d'amortissement adéquat.

Cependant, si pour quelque raison que ce soit, à la date d'échéance des intérêts des obligations, le cash flow ne suffisait pas, une facilité à court terme, avec ou sans recours, serait nécessaire (paragraphes 55 et 56 ci-après).

Pour pallier une insuffisance du fond d'amortissement à la date d'échéance finale des remboursements, il faut d'avoir obtenu la possibilité d'un recours éventuel aux gouvernements (ou à la CEE), ce qui permettra de lever le complément de fonds nécessaires.

49. Le produit des émissions d'obligations adossées aux revenus refinancera la dette sans recours. La capacité du projet à rembourser toutes les dettes sera démontrée préalablement, puis tout au long de la construction, au moyen d'un test de viabilité économique qui porte sur les revenus prévisionnels des 25 premières années.

Etant donné que chaque émission est fondée sur les revenus prévisionnels des 25 années suivantes, il devrait toujours être possible d'émettre ces obligations. Par conséquent, il est fort peu probable d'avoir à faire appel à l'engagement de soutien à l'émission des obligations, sauf en cas de catastrophe au cours de l'exploitation.

Pour l'essentiel, cet engagement donne l'assurance d'un bon "rating" pour les obligations et confère une fonction d'audit aux gouvernements ou à la CEE tout en garantissant qu'il n'y aura pas de leur part la moindre interférence dans l'exploitation du lien transmanche selon des critères purement commerciaux. L'engagement de soutien à l'émission d'obligations est expliqué en détail dans l'annexe 3.

50. Comme solution de rechange à ces obligations adossées aux revenus, il pourrait alors s'avérer judicieux d'obtenir un nouveau prêt bancaire sans recours pour une durée de 10 ans, par exemple, qui rallongerait la durée des concours existants. Il conviendra de prendre une décision à cet égard en temps utile ainsi que de déterminer la durée des obligations adossées aux revenus.
51. Dans le cas bien improbable où un prêt avec recours aurait été tiré avant la date d'achèvement, il pourrait être utile de le refinancer au moyen d'une émission d'obligations adossées aux revenus. Cependant une telle opération ne peut être envisagée que si elle n'a pas de répercussion sur le refinancement des prêts sans recours.
52. Pour le remboursement, la priorité d'imputation du cash flow serait la suivante :
- 1) les coûts d'exploitation et les autres charges annuelles (impôts, maintenance, matériel roulant complémentaire ...),
 - 2) les intérêts des obligations adossées aux revenus,
 - 3) les intérêts des prêts bancaires sans recours,
 - 4) les intérêts des emprunts obligataires émis et souscrits par les constructeurs,
 - 5) après avoir payé les éléments des points 1 à 4 ci-dessus, un maximum de 25 % des recettes alors disponibles servira à payer des intérêts en espèces sur les emprunts convertibles,
 - 6) le solde pourra servir à payer dans l'ordre :
 - a) les remboursements de principal sur les prêts bancaires sans recours,
 - b) les remboursements de principal sur les emprunts obligataires émis auprès des constructeurs,
 - c) les intérêts des prêts bancaires avec recours,
 - d) les remboursements de principal des prêts bancaires avec recours,
 - e) l'amortissement du principal des obligations adossées aux revenus,
 - 7) la soulte éventuelle servira à payer les dividendes des actions.
53. Dans cet ordre de priorité, tous les prêts sont remboursables par utilisation d'un pourcentage assigné du cash flow du projet jusqu'à la date du remboursement final du prêt bancaire sans recours. Par la suite les pourcentages affectés seront maintenus jusqu'à ce que les emprunts obligataires souscrits par les constructeurs et les prêts bancaires avec recours aient été intégralement remboursés. A l'échéance du prêt bancaire sans recours le consortium de banques devra s'efforcer de transformer l'encours de tout prêt bancaire avec recours en un prêt sans recours, remboursable au moyen d'un pourcentage réservé du cash flow du projet. En fait, le tiers qui garantit la dette bancaire avec recours prend le risque minime d'abandon du projet après l'achèvement des travaux.

54. L'ordre de priorité d'affectation du cash flow aux remboursements a pour première fonction d'éviter autant que possible les situations de déchéance du terme dues à une incapacité de remboursement du capital ou des intérêts à la date convenue.

Pour que la société emprunteuse fonctionne normalement, il faut que son cash flow brut soit affecté d'abord aux coûts opératoires et autres charges annuelles, puis aux intérêts et aux remboursements de principal.

55. On remarquera que les intérêts des obligations adossées aux revenus sont servis les premiers, et ce pour deux raisons : -premièrement, un défaut de paiement d'intérêts permettrait à un porteur d'obligations d'attaquer en justice l'emprunteur au détriment des banques prêteuses, -deuxièmement, le produit de ces obligations sert à diminuer le montant du prêt sans recours.

Quand les intérêts des obligations augmentent, ceux des prêts sans recours diminuent et la position globale des prêteurs sans recours s'améliore. Cependant, il est tout aussi important de s'assurer que tous les autres intérêts sont payés à bonne date.

C'est pourquoi, si à la date d'échéance des intérêts, les revenus sont insuffisants, le produit des obligations servira d'abord à payer les intérêts des obligations avant d'être affecté à l'amortissement du prêt bancaire sans recours.

Pour les besoins du calcul, on a supposé que les dates de paiement d'intérêts correspondent aux dates d'émission des obligations, ce qui ne sera pas toujours le cas. Lorsqu'une réduction du prêt sans recours est due à l'utilisation du produit d'une émission obligataire, on maintient la dette sans recours à l'intérieur d'une limite "revolving" égale à celle de l'ancien prêt sans recours avant remboursement partiel, ou à celle qui résulte de cette réduction mais augmentée de 6 mois d'intérêts sur les obligations, si cela donne un plafond plus élevé (toujours dans le cadre de la limite globale). Ainsi, si besoin est, on peut faire un nouveau tirage sur le prêt sans recours à hauteur de la limite "revolving" pour payer les intérêts de tous les instruments financiers à leur échéance, sauf ceux des emprunts convertibles, comme prévu dans l'ordre prioritaire d'affectation du cash flow.

56. Néanmoins, il est possible que le marché bancaire exige qu'un soutien soit accordé aux émissions obligataires comme également à celui du règlement des intérêts des obligations adossées aux revenus. S'il était nécessaire d'accéder à cette demande, il faudrait éviter de revenir sur la nature sans recours de la dette bancaire.

Il est donc suggéré que, si les revenus sont insuffisants pour faire face à tous les intérêts à leur date d'échéance, ceux des obligations adossées aux revenus devraient être payés au moyen d'un tirage sur un prêt avec recours.

Une ligne stand-by avec recours serait établie pour couvrir une telle éventualité. Une proportion prédéfinie du produit de l'émission suivante -avec un plafond de 50 %- serait utilisée pour rembourser les montants tirés sur la ligne stand-by avec recours.

57. Les intérêts de la dette avec recours sont placés loin dans l'ordre des priorités. C'est parce qu'ils sont capitalisés que l'on rembourse la dette sans recours et les emprunts obligataires émis par les constructeurs. Il faudra en tenir compte pour fixer la limite de la dette bancaire avec recours. Cependant, dès que les remboursements prioritaires auront été effectués, on pourrait faire passer l'amortissement de la dette bancaire avec recours immédiatement après les intérêts des obligations adossées aux revenus. Cette idée n'a pas été retenue pour calculer l'enveloppe de la dette avec recours afin de s'assurer que sa limite est suffisante pour faire face à tous les intérêts capitalisés.

De même, on n'a pas utilisé l'option consistant à émettre des obligations adossées aux revenus pour accélérer le remboursement de la dette avec recours. En conséquence, on fait toujours apparaître la dette avec recours à son montant maximum et à sa durée la plus longue pour montrer le pire des cas.

58. En ce qui concerne le principal, la priorité d'imputation des cash flows implique que les remboursements de toutes les dettes bancaires avec et sans recours et des emprunts obligataires des constructeurs soient effectués semestriellement et de telle sorte que leurs échéances finales soient respectées.

On négociera un plan de remboursement qui ne sera sans doute pas linéaire, mais qui devra être spécifique pour chaque instrument. Si, un semestre, le plan de remboursement ne peut être respecté, le paiement d'intérêts en espèces sur les emprunts convertibles sera réduit ou même supprimé, pour dégager les fonds qui permettent le remboursement des dettes. Tout manque de fonds lors d'une échéance entraînera un report du remboursement au semestre suivant où les sommes deviendront alors exigibles. Dans un tel cas, les intérêts des emprunts obligataires convertibles continueront à être payés au moyen de nouvelles obligations convertibles émises pour cela. De telles émissions permettront de pallier à tout moment le manque de trésorerie pour faire face au paiement des intérêts d'obligations convertibles.

59. Etant donné la durée couverte par le plan d'amortissement ci-dessus et le délai avant que les investisseurs puissent bénéficier d'un rendement réel et important, il est essentiel d'obtenir un accord d'exploitation d'un lien transmanche à perpétuité, ou pour une durée minimum de 50 ans à compter de l'achèvement. Dans le dernier cas, le renouvellement de l'accord ne devra pas être refusé sans motif valable pour autant que la société (ou les sociétés) propriétaire sera disposée et capable de remplir ses obligations en vertu du traité.

60. La collecte des fonds, les procédures de tirage et de remboursement seront assorties de commissions qui à ce stade, sont réputés incluses forfaitairement dans les taux d'intérêts retenus pour les calculs et par là augmentent les besoins de financement. De plus, l'engagement d'assurer la continuité des financements et l'engagement de soutien des émissions pourraient englober une commission d'engagement et d'utilisation payable aux Gouvernements (ou à la CEE). Ces commissions feront partie des charges annuelles.

D. SURETES

61. Conformément aux pratiques courantes, les prêteurs et les souscripteurs d'emprunts obligataires demanderont à bénéficiaire "pari-passu" :

- d'une hypothèque sur les immobilisations et d'une sûreté couvrant de façon illimitée tous les actifs présents et à venir ("floating charge"),
- d'un engagement de non-gage concernant toute collecte de fonds supplémentaires,

pour couvrir tous les fonds fournis sans l'aide d'un tiers. Cela signifie qu'en cas de carence de l'emprunteur, les prêteurs pourront saisir les actifs, continuer l'exploitation du lien transmanche, si cela est possible, et céder ces actifs au plus offrant, soit séparément, soit avec la totalité de l'entreprise en activité. Tout produit d'une vente dépassant l'encours de la dette majoré des intérêts sera également réparti entre les investisseurs d'origine.

62. Si le projet de lien fixe doit être financé sur une base commerciale, c'est-à-dire sans l'aide totale des Gouvernements ou de la CEE, ces sûretés devront faire partie du plan de financement.

La documentation légale inclura aussi les déclarations standard de l'emprunteur (sur sa capacité d'emprunter) et des cas de déchéance du terme (en termes généraux toute action que les banques peuvent prendre à l'encontre d'un emprunteur qui ne se soumettrait pas aux obligations du contrat de prêt, par exemple, qui ne pourrait pas payer des intérêts à leur échéance).

63. Il existe trois éléments de risques qu'il faut examiner bien qu'ils ne puissent pas être intégralement couverts par un montage de garantie. Il s'agit de la défaillance d'un entrepreneur, d'un investisseur ou d'une banque.

64. La défaillance d'un entrepreneur peut dans certaine mesure être couverte par des cautions de construction (caution d'adjudication, caution de bonne fin, etc ...) mais le risque des banques s'en trouve accru. C'est pourquoi, les assurances couvriront, autant que faire se peut, les défaillances des entrepreneurs (voir chapitre 5, Section C, 3ème partie, paragraphe 66 viii). Toute carence de l'un des protagonistes au niveau de la construction entraînerait des perturbations et des retards considérables. Les entrepreneurs sélectionnés à tous les niveaux doivent donc jouir d'une bonne réputation et les maîtres d'ouvrage délégués et les principaux entrepreneurs doivent avoir une réputation internationalement reconnue.

65. La défaillance d'un investisseur pendant la période de construction donnerait naissance à des difficultés de financement et par conséquent ce risque doit être réduit au minimum. Seules les signatures de tout premier plan pourront être utilisées pour des placements privés dans le secteur privé et, avant de se tourner vers le public, il conviendra d'attendre l'achèvement de la construction, à moins qu'une telle émission puisse être souscrite dans de bonnes conditions, pendant la période de construction. L'engagement, formalisé par des documents appropriés, d'organismes publics ou semi-publics d'assurer la continuité des financements donnera à ce placement une qualité incontestable.

66. La défaillance d'une banque dans le cadre d'un prêt consortial peut créer des difficultés mais dans des conditions normales la banque défaillante sera reprise par une autre ou elle cèdera sa participation. Néanmoins, comme ce projet nécessitera des engagements de financement d'un très grand nombre de banques, il appartiendra aux chefs de file de s'assurer que les engagements pris par chaque prêteur sont proportionnés à son standing financier.
67. En dernière analyse une relation de confiance mutuelle doit exister entre les entrepreneurs, les investisseurs et les banques, faute de quoi le projet pourrait échouer quelles que soient les garanties extérieures mises en place.

E. RESUME DES ENGAGEMENTS DE PARTAGE DES RISQUES

68. Le cadre financier prévoit un éventail d'engagements de partage des risques qui devront être pris avant le début de la construction. Tous les risques, y compris les risques techniques et financiers, sont intégralement couverts et il est essentiel qu'ils soient bien compris par toutes les parties ; ils sont donc résumés ci-après :
69. 1) Le capital doit couvrir :
- a) les investissements de départ plus les dépenses des deux premières années de construction, soit un minimum de 20 % du coût d'objectif de la construction,
 - b) les intérêts capitalisés sur ce montant jusqu'à ce qu'un cash flow suffisant soit dégagé,
 - c) le financement supplémentaire "stand-by" s'élevant à 10 % des montants en a) et b) ci-dessus, au moyen d'une émission d'obligations convertibles libérée à concurrence de 90 %,
 - d) 10 % du montant nécessaire pour assurer la continuité des financements au moyen d'une nouvelle émission placée auprès des investisseurs actuels et de nouveaux investisseurs, le cas échéant.
70. 2) Les entreprises de construction, par l'intermédiaire des maîtres d'ouvrage délégués et des principaux constructeurs, courent un risque quant au bénéfice qu'elles tireront de la construction en indiquant un coût d'objectif de la construction ; en outre, elles accepteront un paiement différé qui sera couvert par l'émission d'un emprunt obligataire pour un montant maximum de 10 % du coût d'objectif de la construction majorée de l'inflation. Le paiement différé et l'émission d'emprunts obligataires des constructeurs qui s'y rapporte se limitera à toute augmentation réelle des coûts de construction qui ne peut pas être couverte par une assurance.
71. 3) Le marché de l'assurance devra fournir une couverture appropriée pour tous les aspects du risque de construction y compris les difficultés techniques et géologiques imprévues et les frais financiers dus aux retards qui en résultent.

72. 4) Le marché bancaire fournira les capitaux suivants :

- a) prêt sans recours pour couvrir les besoins prévisionnels de financement, se décomposant ainsi :
 - les 80 % restant du coût d'objectif de la construction,
 - une marge de sécurité supplémentaire sur ce coût d'objectif
 - ainsi qu'un montant estimatif concernant l'inflation et les intérêts capitalisés, ces derniers couvrant également le début de la période suivant immédiatement l'achèvement de la construction.
- b) prêt sans recours "stand-by" pour un certain pourcentage, par exemple 10 %, du montant prévu au point a) ci-dessus.

Remarque : parmi les risques inhérents aux éléments a) et b) ci-dessus, on peut citer : les fluctuations de taux d'intérêt, d'inflation et les risques de change.

- c) 90 % du montant nécessaire pour assurer la continuité des financements au moyen d'un prêt sans recours si possible, avec recours si nécessaire.

73. 5) Un tiers de qualité incontestable (Gouvernements ou CEE) fournira :

- a) une couverture du risque politique non assurable (voir chapitre 5 Section C 3ème partie) ;
- b) le remboursement de tout prêt bancaire utilisé pour couvrir les coûts de la phase de développement si le projet n'est pas mis en oeuvre ;
- c) toute l'infrastructure complémentaire ;
- d) un recours sur 90 % du montant pour assurer la continuité des financements, le cas échéant ;
- e) un engagement de soutien à l'émission des obligations adossées aux revenus, émises au cours de la phase d'exploitation ;
- f) un engagement de non intervention ;
- g) un accord de paiement en espèces pour compenser les éventuelles contraintes fiscales ou réglementaires qui auraient une incidence sur le trafic.

74. Il ressort de cela que le recours maximum aux financements du secteur privé se situe après l'achèvement de la phase de préparation.

75. Au cours de la construction, il sera possible d'exercer un recours uniquement dans le cas où surviendrait un événement totalement imprévu et non assurable. Le but est de montrer l'engagement des Etats ou de la CEE dans ce projet bi-national, de façon à rassurer les prêteurs et à éliminer la nécessité d'obtenir des garanties intergouvernementales directes. L'engagement de soutien à l'émission d'obligations sera utile pour créer un nouveau marché des obligations adossées aux revenus en Europe au moment où la société du lien transmanche commencera son exploitation.

F. ESQUISSE DES MODALITES D'APPLICATION

76. La mise en oeuvre des concepts présentés dans ce mode de financement ne saurait être immédiatement entreprise, que ce soit par des émissions destinées à des investisseurs, par une syndication de prêt bancaire, par l'établissement de contrats entre les maîtres d'ouvrage délégués du projet et les principaux fournisseurs, ou par l'arrangement de couvertures d'assurances même si le niveau nécessaire de soutien de la part des Gouvernements ou de la CEE était rapidement disponible.

Le développement des grands projet d'infrastructures ressort depuis longtemps du domaine des gouvernements et il n'existe pas de méthode éprouvée de financement pour les marchés de capitaux sans garantie étatique. Il n'est pas non plus du rôle des banques de concevoir une structure financière définitive pour un projet. Un tel plan de financement définitif doit être mis au point au terme de négociations entre toutes les parties concernées de façon qu'un contrat global de partage des risques mutuellement acceptable puisse être conclu dans le cadre des limites de ce que le marché peut accepter.

77. Pour esquisser les modalités d'application de ce plan de financement, il a été supposé qu'il n'y aurait aucune interruption et que des décisions positives seraient prises de bout en bout. Bien évidemment il existera des décisions clé et il n'est pas possible à ce stade de préjuger de ce qu'elles seront. Ce qui suit doit donc être considéré comme une ébauche dont le premier stade consistera en une négociation entre toutes les parties concernées en vue de la mise en oeuvre d'un plan définitif.

78. Les Gouvernements et la CEE sont d'accord sur les principes des modes de financement, y compris sur leur participation dans l'engagement de partage des risques. Ceci inclut l'acceptation d'un engagement sans réserve des Gouvernements ou de la CEE dans la mise au point d'un plan de financement définitif tel qu'il est plus haut mentionné plus haut. Une telle décision devra prendre place dès le début de la phase de développement. Sur cette base, les coûts de la phase de développement seront calculés en ménageant une marge pour tenir compte de l'inflation et des intérêts. Les schémas d'investissement et les modes de financement seront arrêtés en accord avec les Gouvernements ou la CEE. Les Gouvernements ou la CEE assumeront la responsabilité de la mise en oeuvre de la phase de développement et ils désigneront les banquiers ainsi que les maîtres d'oeuvre qui feront partie du groupe d'étude. En outre les points suivants doivent être clarifiés:

- des représentants des principaux constructeurs seront également choisis pour assurer la coordination avec les maîtres d'ouvrage délégués ;
- toutes les banques, tous les maîtres d'oeuvre et les principaux entrepreneurs doivent s'engager à déployer tous leurs efforts en vue d'atteindre les objectifs du plan de financement dans le cadre du mandat ou des conditions de la mission confiée par les Gouvernements ou la CEE. Si du fait d'une augmentation des coûts ou des frais, ou du désir d'éviter une prise de risque dans son domaine d'activité ou si par suite d'une action quelconque, il en résulte que l'une des parties ne satisfait pas à ses obligations, il devra démissionner ou être remplacé ;
- tous honoraires et frais professionnels encourus durant la phase de développement devront être agréés par les Gouvernements ou la CEE et être inclus dans l'estimation des coûts de la phase de développement ;

- toutes les commissions de direction, de négociation, de placement et autres relatives à la collecte de fonds ou au financement à proprement parler devront être incluses dans les coûts financiers du projet.
79. Le groupe d'étude mettra en place le financement des dépenses de la phase de développement avec les taux d'intérêts en vigueur à l'époque, si cela lui est demandé, conformément aux stipulations du paragraphe 11, et nommera des spécialistes à qui il confiera certaines tâches spécifiques, telles que des analyses techniques, certains aspects de la conception de l'ouvrage, la mise à jour des estimations de trafic, le réexamen des tarifs etc ... et, au fur et à mesure des besoins, il engagera des comptables et des juristes. Des discussions seront entamées avec des représentants des principaux constructeurs. Les banques choisiront un cabinet de conseil en ingénierie indépendant qui vérifiera, en leur nom et au nom des prêteurs futurs, tout le travail technique, les contrats et les méthodes de construction qui s'y rapportent.
80. Les Gouvernements et la CEE se mettront d'accord sur la nature de la société (ou des sociétés) propriétaire à constituer. Il pourra s'avérer utile de créer une société de chaque côté de la Manche, afin que les investisseurs puissent bénéficier de tous les avantages fiscaux en ce qui concerne notamment les déductions sur frais d'établissement, les amortissements et les charges financières pendant la construction.
81. Dès que la conception aura été arrêtée dans ses grandes lignes, les maîtres d'oeuvre détermineront le coût d'objectif de la construction et procéderont à une analyse du chemin critique de cette dernière.
82. Le montant du capital (qui sera appelé à concurrence de 90 %) sera calculé sur la base des renseignements fournis conformément au paragraphe 81 ci-dessus : en fonction, par exemple, des coûts de la phase initiale de développement, plus les dépenses des deux premières années de construction, l'ensemble de l'inflation sur la base d'un indice applicable dans le secteur du bâtiment et des travaux publics, avec un minimum de 20 % du coût d'objectif de la construction.
83. Le montant maximum des emprunts obligataires des constructeurs susceptibles d'être émis sera également calculé sur la base des renseignements fournis d'après le paragraphe 81. On pourrait retenir par exemple 10 % du coût d'objectif de la construction.
84. On calculera ensuite une marge de sécurité supplémentaire pour les surcoûts, par exemple de 10 %, du coût d'objectif de la construction, et un délai d'un an en ce qui concerne la durée de la construction et on fera une estimation des primes d'assurance. On se mettra alors d'accord avec les maîtres d'ouvrage délégués sur un schéma d'investissement modifié pour tenir compte des marges supplémentaires tant en matière de coûts que d'allongement de la durée de construction.

85. Dès que l'on aura obtenu des données actualisées sur le trafic et les tarifs, on procèdera au test de viabilité économique afin de déterminer l'encours maximum de prêt qui peut être couvert par le projet pendant chaque exercice, en prenant pour base, par exemple, la durée de construction estimée, indiquée au point 84 ci-dessus et 80 % des recettes nettes au cours des 25 premières années d'exploitation, les 20 % restants étant réservés pour la rémunération des actionnaires.
86. Le montant des intérêts qu'il faudra capitaliser après achèvement sera calculé sur la base des mêmes prévisions que celles utilisées dans le test de viabilité économique et en supposant une émission d'obligations adossées sur les recettes à compter de la troisième année d'exploitation exclusivement.
87. Les besoins de financement estimés (l'Estimation de Base) seront alors calculés à partir des coûts de construction ajustés et de la durée indiquée au paragraphe 84 ci-dessus, des taux d'inflation constatés dans les secteurs BTP en France et au Royaume-Uni et du taux d'intérêt estimé à partir du taux d'inflation prévu dans le pays de la devise utilisée dans le calcul. Tout écart entre les taux d'inflation prévus en France et au Royaume-Uni devrait se refléter dans une modification du taux de change. Cependant, si cet écart paraissait important, il faudrait modifier le taux d'inflation pris en compte dans le calcul. Les besoins estimés de financement comprendront également les intérêts capitalisés après l'achèvement, calculés sur la base des dispositions du paragraphe 86 ci-dessus.
88. Sur la base de l'émission initiale et des émissions pour couvrir les intérêts s'y rapportant, dont seulement 90 % sont appelés avant la date d'achèvement prévue, on calculera le montant total du capital initial disponible qui sera déduit des besoins de financement estimés. Le reste constituera le prêt bancaire principal sans recours. La date d'achèvement estimée sera celle qui correspond au coût d'objectif global de la construction, plus, par exemple 1 an, cf. paragraphe 84 ci-dessus.
89. Un prêt "stand by" sans recours sera alors calculé sur la base par exemple de 10 % du prêt bancaire principal sans recours.
90. L'encours du prêt bancaire principal sans recours pendant un exercice quelconque, sur la base du schéma d'investissement utilisé pour évaluer les besoins de financement sera rapproché du plafond d'encours d'endettement total pour cette même année, tel qu'il ressort du test de viabilité économique. Le prêt bancaire principal sans recours pendant une année déterminée ne doit pas dépasser 75 % de l'encours maximum d'endettement défini pour cet exercice. Ceci permettra des tirages complémentaires en cas de besoin.
91. Si les conditions du paragraphe 90 ci-dessus sont réalisées, on recherchera sur le marché financier, des fonds pour constituer le capital initial. On se tournera également vers les marchés bancaires. La couverture des risques par des polices d'assurance sera négociée et contractée, et des appels d'offres publics lancés pour les contrats de fourniture et de sous-traitance pour, par exemple, au moins 50 % des travaux. Le reste sera pris en charge par les principaux entrepreneurs désignés.

92. Lorsqu'un engagement financier et la couverture d'assurance auront été obtenus, que la société (ou les sociétés) propriétaire aura été dûment constituée et dotée en capital, que le traité aura été signé et que toutes les conventions au niveau local auront été signées, la construction pourra commencer.
93. Au cours de la construction le plan d'investissement sera susceptible d'être modifié et il faudra par conséquent réviser le tableau de financement au moins chaque année pour tenir compte des paiements effectués, des nouvelles prévisions d'investissement et du programme de construction. Les variations des taux d'inflation et d'intérêt entreront également en ligne de compte.
94. Si à tout moment au cours de la construction il s'avère que la date d'achèvement doit être modifiée d'une façon significative, il faudra effectuer un nouveau test de viabilité économique en plus des calculs visés au paragraphe 93 ci-dessus, afin de s'assurer que le projet demeure économiquement viable. Cela permettra également de recalculer l'encours maximum d'endettement pendant une année quelconque.
95. Dans le tableau de financement révisé dont il est question dans le paragraphe 93 ci-dessus, on procèdera à un ajustement du prêt bancaire principal sans recours et du prêt stand-by, après avoir fait appel en totalité au capital et aux emprunts obligataires souscrits par les constructeurs pour le maximum possible. Si le montant total des fonds nécessaires pendant un exercice déterminé dépasse les fonds disponibles sous forme de concours bancaires sans recours (y compris ceux du stand by), d'indemnisation à obtenir des compagnies d'assurances et d'emprunts obligataires auprès des constructeurs, on aura alors recours à l'engagement d'assurer la continuité des financements. Le concours bancaire avec recours y compris les intérêts capitalisés résultant d'un tel appel, ne devra pendant aucune des années considérées dépasser le plafond d'encours d'endettement total fixé pour cette année en fonction du test de viabilité économique le plus récent.
96. En complément du paragraphe 95 ci-dessus, dans les états prévisionnels, le niveau maximum des concours bancaires avec recours ne devra à aucun moment dépasser le montant maximum des concours bancaires sans recours. Il s'ensuit que le montant susceptible d'être appelé en application de l'accord pour assurer la continuité des financements, bien que variable en fonction du dernier test de viabilité économique, est limité tant par l'encours maximum d'endettement que par le montant maximum de concours bancaires sans recours.
97. Si des emprunts obligataires ont été souscrits par les constructeurs pendant la période de construction et si à la fin des travaux, après avoir pourvu au paiement des intérêts capitalisés, il reste des montants non utilisés au titre des concours bancaires sans recours, ces emprunts obligataires (y compris les intérêts capitalisés) seront remboursés à due concurrence.

98. Si des concours bancaires avec recours sont mis en place pendant la période de construction, et si après la fin des travaux, lorsque la capitalisation des intérêts des concours bancaires sans recours sera terminée, une partie de ces concours demeure inutilisée, le concours bancaire avec recours deviendra sans recours dans toute la mesure du possible.
99. Lors du troisième exercice d'exploitation du projet les estimations de recettes nettes seront révisées pour une période de 25 ans à partir de la date de calcul. Les résultats seront utilisés conformément aux dispositions de l'engagement d'apporter un soutien à une émission obligataire. Chaque fois que des obligations adossées aux revenus pourront être émises selon les dispositions de l'Accord, on lancera un emprunt de ce type. La durée de l'émission d'obligations adossées aux revenus sera décidée à ce moment. Autrement on se prononcera sur l'opportunité d'obtenir un nouveau prêt bancaire sans recours.
100. Les calculs mentionnés ci-dessus seront effectués chaque année d'exploitation et leur résultat conduira à l'émission d'obligations adossées aux revenus chaque fois que cela sera possible ou à la mise en place d'un nouveau prêt bancaire sans recours. On procédera ainsi jusqu'à ce que le montant du concours bancaire originel sans recours ait été intégralement remboursé ou refinancé. Par la suite, le solde de tout encours bancaire avec recours pourra être réglé au moyen d'une émission d'obligations adossées aux revenus.
101. Tout encours d'emprunt obligataire des constructeurs tel que défini au paragraphe 97 ci-dessus sera remboursé dès que le flux de trésorerie dégagé par le projet le permettra, mais avec un rang de priorité inférieur à celui du prêt bancaire sans recours. Autrement, après l'achèvement, la société (ou les sociétés) propriétaire pourra autoriser la conversion de tout ou partie des emprunts obligataires des constructeurs.
102. En temps utile, une fois que tous les fonds empruntés pour la construction auront été remboursés ou refinancés, les obligations convertibles souscrites par les investisseurs seront converties ou remboursées. La décision appartiendra à la société (ou les sociétés) propriétaire.
103. Tout ce qui précède repose sur l'hypothèse que la licence d'exploitation du lien transmanche sera émise à perpétuité ou pour une durée minimum de 50 ans renouvelable à compter de l'achèvement.

G. EXEMPLES DE MISE EN OEUVRE ET RESULTATS

104. Les exemples ci-après reposent sur les estimations de coûts de construction du rapport du groupe d'étude franco-britannique. Il est donné à la quatrième partie de la section C du Chapitre 5 de plus amples détails sur les hypothèses utilisées en matière de tarifs, de taux d'inflation, de taux d'intérêt et de trafic. Il convient cependant de remarquer que :

- à partir de 1983 il a été retenu un taux d'inflation global de 9 % l'an,
- les taux d'intérêt utilisés pour l'ensemble des calculs sont 14 % pour le capital initial, 13 % pour les prêts bancaires sans recours, les emprunts obligataires des entrepreneurs et les obligations adossées aux revenus, 12 1/2 % pour les prêts bancaires garantis.

Les taux d'intérêt et d'inflation mentionnés ci-dessus ne l'ont été que pour permettre d'effectuer les calculs et n'impliquent aucune forme de prévision économique ou d'évolution du marché de la part du groupe bancaire.

105. Les chiffres donnés ci-après aux points (iii) intitulé "Test de viabilité économique" et (iv) "Recapitulation des résultats" sont calculés sur la base des tendances de trafic mentionnés dans le rapport du groupe d'étude franco-britannique. Outre ces calculs effectués à partir d'hypothèses moyennes en matière de trafic une analyse de sensibilité a été faite pour des hypothèses hautes et basses. Les résultats sont donnés dans la cinquième partie du Chapitre 5 - Section C.

(i) Evaluation des investissements, matériel roulant exclus (en millions de GBP)

106. Dans chaque cas :

- la colonne (a) indique les prix de Janvier 1983
- la colonne (b) reprend les prix courants correspondants à la colonne (a).

Année	<u>Hypothèse des constructeurs</u>		<u>Hypothèse de base</u>		<u>Hypothèse de dépassement de coût</u>	
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
	Coût d'objectif pour une construction en 8 ans. (Coût Objectif)		Chiffres pris comme base pour les estimations des besoins de financement (hypothèse de base du rapport du groupe d'étude franco-britannique). (Estimation de Base)		Sensibilité aux dépassements de coûts pour une construction en 10 ans. (Dépassement des Coûts)	
1984	9	10	10	11	10	11
1985	9	11	11	13	11	13
1986	106	137	115	149	116	150
1987	223	315	246	347	250	353
1988	371	517	409	629	256	394
1989	468	785	516	865	286	480
1990	368	673	402	735	329	601
1991	173	345	190	379	372	741
1992	99	215	108	235	475	1032
1993	36	85	40	95	372	881
1994					211	544
1995					39	110
TOTAUX	1 862	3 093	2 047	3 458	2 727	5 310

Remarque : dans tous les cas la phase de développement recouvre les années 1984 et 1985 et la construction commence au début 1986. Les montants des investissements annuels au cours de la phase de développement reflètent les hypothèses du rapport du groupe d'étude franco-britannique plutôt que l'analyse des décisions clés de la première partie de la Section C du Chapitre 5;

Dans les hypothèses des constructeurs et dans l'hypothèse de base, l'exploitation à plein régime commence au début 1993.

Dans l'hypothèse de dépassement, l'exploitation à plein régime commence au début de 1995.

(ii) Engagements de financement

a) Capital

107. Le coût d'objectif de la construction sert de base pour le calcul du capital à réunir. Un montant minimum de 20 % donne GBP 372 millions (valeur 1983) et couvre les coûts de la phase de développement ainsi que ceux des deux premières années de la période de construction. Ce montant étant appelé à hauteur de 90 %, l'engagement total, qui tient compte de l'inflation et qui est arrondi à la tranche de GBP 50 millions la plus proche est de GBP 600 millions. Dans les exemples, l'ensemble du capital est représenté par des obligations convertibles. Il n'est pas tenu compte d'un véritable capital mais il est bien évident qu'il faudra en émettre par exemple dans la proportion de GBP 1 par tranche de GBP 1 000 d'obligations convertibles.

b) Emprunt obligataire souscrit par les constructeurs

108. Le coût d'objectif de la construction sert également de base pour le calcul du montant maximum qui pourrait être émis sous forme d'emprunt obligataire auprès des constructeurs. Ce dernier représente 10 % du coût d'objectif pendant la période de construction, à majorer de l'inflation ce qui donne le tableau suivant, qui ne tient pas compte des délais dans les dates d'émission :

Années	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Millions de GBP	13,7	31,5	57,1	78,5	67,3	34,5	21,5	8,5

c) Prêts bancaires sans recours

109. D'après l'état prévisionnel des tirages et remboursements des différents financements, il est possible de déterminer le montant maximum du prêt bancaire principal sans recours. Le capital initial utilisé est GBP 540 millions (en prix constants, base 1983, soit 90 % de GBP 600 millions) et le reste des dépenses doit être financé au moyen d'un prêt bancaire sans recours, dans l'hypothèse d'un refinancement par des obligations adossées aux revenus à partir de la troisième année d'exploitation incluse sur ces bases. Le montant maximum de prêt bancaire principal sans recours est de GBP 5 398 millions.

110. Le prêt bancaire stand-by sans recours est fixé à 10 % du prêt bancaire principal sans recours. Il ressort ainsi à GBP 540 millions.

(iii) Test de viabilité économique (cf également Annexe 1)

111. Le test de viabilité économique est calculé sur 25 années de recettes nettes à partir du début de l'exploitation.

Les recettes nettes sont égales aux recettes brutes diminuées des charges d'exploitation. La valeur nette actualisée (VNA) des futures recettes nettes annuelles estimées s'obtient en actualisant au début de chaque exercice le flux de recettes annuelles estimé à tout moment en les affectant d'un taux de 13 % l'an, qui est le taux d'intérêt le plus élevé appliqué au prêt bancaire. On suppose que les recettes nettes sont dégagées à la fin de chaque exercice.

112. Pour donner un exemple (cf tableau page suivante) le chiffre de la VNA du 1er test pour l'année 2017, est GBP 5 317 millions, obtenu en actualisant au taux de 13 % le chiffre des recettes nettes annuelles estimées pour l'exercice 2017, soit GBP 6 008 millions sur une année. La VNA pour 2016 ressort à GBP 9 495 millions, chiffre obtenu en escomptant sur deux ans au taux de 13 % le revenu net annuel estimé de l'exercice 2017, soit GBP 6 008 millions, et en escomptant sur un an celui de 2016, soit GBP 5 413 millions puis en additionnant les deux résultats.

113. Les résultats du test n° 1 ci-après sont obtenus avant le début de la construction. Ils sont fondés sur une date d'achèvement ou de début d'exploitation situées au commencement de 1993.

114. Les résultats du test n° 2 repris ci-dessous correspondent au cas de dépassement de devis intervenant pendant la construction à partir du moment où il est estimé que la date d'achèvement/de démarrage de l'exploitation doit être reportée au début de 1995.

115. (chiffres en millions de GBP)

Année	Revenu net annuel prévisionnel	TEST 1		TEST 2	
		VNA 13 % 1993-2017	80 % de VNA Montant max. de l'endet- tement	VNA 13 % 1995-2019	80 % de VNA Montant max. de l'endet- tement
1986	nul	3 687	2 949	3 587	2 869
87	nul	4 166	3 333	4 054	3 243
88	nul	4 708	3 766	4 581	3 665
89	nul	5 320	4 256	5 176	4 141
90	nul	6 012	4 809	5 849	4 679
91	nul	6 793	5 434	6 609	5 287
92	nul	7 677	6 141	7 469	5 975
93	445	8 675	6 940	8 440	6 752
	(nul Test 2)				
94	501	9 358	7 486	9 537	7 629
	(nul Test 2)				
95	564	10 074	8 059	10 777	8 621
96	635	10 819	8 655	11 616	9 291
97	715	11 591	9 273	12 490	9 992
98	804	12 383	9 906	13 398	10 718
99	906	13 189	10 551	14 336	11 469
2000	1 017	13 997	11 198	15 294	12 235
1	1 129	14 800	11 840	16 265	13 012
2	1 254	15 595	12 476	17 250	13 800
3	1 392	16 368	13 094	18 239	14 591
4	1 546	17 104	13 683	19 218	15 374
5	1 716	17 781	14 225	20 170	16 136
6	1 904	18 377	14 701	21 076	16 136
7	2 114	18 862	15 089	21 912	17 529
8	2 347	19 200	15 360	22 647	18 117
9	2 605	19 349	15 479	23 244	18 595
10	2 893	19 260	15 408	23 661	18 929
11	3 211	18 870	15 096	23 844	19 075
12	3 565	18 113	14 490	23 733	18 986
13	3 957	16 902	13 522	23 253	18 602
14	4 393	15 142	12 114	22 319	17 855
15	4 876	12 718	10 174	20 828	16 646
16	5 413	9 495	7 596	18 660	14 928
17	6 008	5 317	4 253	15 672	12 537
18	6 670			11 701	9 361
19	7 405			6 553	5 242

116. (iv) Etat résumé des résultats - de 1983 à 2027

(en millions de GBP) - Trafic Moyen

	Coût-Objectif	Estimation de Base	Dépassement des Coûts
Taux interne de rentabilité (IRR) du projet (%)	18,3	17,6	15,6
<u>Capital</u>			
Engagement total au titre du capital initial	600	600	600
Montant total de capital appelé (en valeur constante 1983)	540 393	540 393	849 542
Valeur maximum du capital après capitalisation des intérêts (en valeur 1983)	4564 629	5552 702	16166 1118
Montant total des intérêts versés en espèces et revenu distribuable (en GBP cons- tantes, base 1983)	6 397	6063	4655
Année de première émission du capital	1986	1986	1986
Première année du paiement des intérêts en espèces	1997	1998	2000
Rendement sur capital total appelé pour les investisseurs (taux interne de rentabilité appliqué au montant total de capital appelé des intérêts payés en espèces et du revenu distribuable)	21,1 %	20,4 %	17,3 %
<u>Prêt sans recours</u>			
Engagements au titre du prêt bancaire (principal) sans recours	5 398	5 398	5 398
Engagements au titre du prêt bancaire (stand-by) sans recours	540	540	540
Montant maximum du prêt bancaire sans recours	4 772	5 398	5 936

	Coût-Objectif	Estimation de Base	Dépassement des Coûts
Montant maximum du prêt (en valeur 1983)	1 696	1 920	1 776
Année d'encours maximum (en début d'année)	1995	1995	1997
Année du premier tirage	1988	1988	1988
Année du remboursement final	2000	2000	2000
<u>Emprunts obligataires souscrits par les constructeurs</u>			
Valeur maximum des emprunts obligataires des constructeurs	0	0	1 018
Plafond d'emprunts obligataires des constructeurs (en valeur 1983)	0	0	235
Année d'encours maximum des emprunts - obligataires des constructeurs (en début d'année)	-	-	2000
Année de la première émission	-	-	1988
Année du 1er remboursement	-	-	2002
Année du dernier remboursement	-	-	2004
<u>Prêt garanti</u>			
Encours maximum du prêt garanti	0	0	4 605
Encours maximum du prêt garanti (en valeur 1983)	0	0	691
Année de l'encours maximum du prêt garanti (en début d'année)	-	-	2005
Année du 1er tirage	-	-	1993
Année du 1er remboursement	-	-	2005
Année du dernier remboursement	-	-	2011
<u>Obligations adossées aux revenus</u>			
Valeur maximum des obligations adossées aux revenus	4 424	5 290	5 758
Valeur maximum en GBP constantes base 1983	1 022	1 222	1 120
Année d'encours maximum des obliga- tions adossées aux revenus (en début d'année)	2000	2000	2002

	Coût-Objectif	Estimation de Base	Dépassement des Coûts
Année de 1ère émission	1995	1995	1997
Année de dernière émission	2000	2000	2002
Année du 1er remboursement	2000	2000	2011
Année du dernier remboursement	2006	2007	2013
<u>Test de viabilité économique</u>			
Montant total de l'endettement (excluant le capital) en cours d'année exprimé en pourcentage du montant maximum de l'endet- tement autorisé pendant l'année considérée	62,3 %	69,7 %	88,1 %
Année de l'endettement maximum	1994	1994	1996

117. Remarque : les résultats ci-dessus ne tiennent aucun compte de sommes reçues au titre d'indemnisation par des compagnies d'assurances. L'hypothèse de base et le cas de dépassement de coût reflètent donc le pire des cas. Il ne devrait cependant pas être nécessaire d'utiliser les prêts bancaires garantis dans l'hypothèse de dépassement des devis si une police d'assurance est souscrite pour couvrir :

- des difficultés techniques de construction, sur la base de GBP 500 millions par exemple, en GBP constantes base 1983 à ajuster en fonction de l'inflation ;
- les charges financières courant pendant les retards correspondants, à hauteur de GBP 500 millions par exemple, en GBP constantes, base 1983, ceci dans l'hypothèse où la plupart de ces dépassements de devis sont dus à des risques assurables.

118. On aura vu d'après les chiffres fournis au paragraphe 116 ci-dessus, que même dans l'hypothèse de dépassement :

- Le rendement pour les investisseurs est de 17,3 %, soit inférieur de 3,1 % seulement à l'hypothèse de base.
- Tous les prêts sans recours sont remboursés en l'an 2002, soit 17 ans après l'engagement initial, c'est-à-dire 2 ans plus tard que les 15 ans prévus dans l'hypothèse de base.
- Tous les emprunts obligataires des constructeurs sont remboursés en l'an 2004, soit 17 ans après la première émission.

- Tous les prêts garantis sont remboursés en 2011, soit 19 ans après le premier tirage.
- Les obligations adossées aux revenus peuvent être émises selon les conditions figurant dans l'accord de soutien des émissions d'obligations, et toutes les obligations adossées aux revenus correspondantes peuvent être remboursées en 2013, soit 17 ans après la date de la première émission.

119. De plus, ainsi qu'il est dit dans le paragraphe 105, les résultats des études de sensibilité, détaillées dans la 5^{ème} Partie de la Section C, montrent que, même dans le pire des cas de dépassement des devis et de faible trafic :

- a) le rendement est de 15,3 % pour les investisseurs, soit 5,1 % de moins que dans le cas de base,
- b) tous les prêts sans recours sont remboursés en 2003, 18 ans après la date d'engagement initial, soit 3 ans de plus que dans le cas de base où l'engagement initial est de 15 ans,
- c) tous les emprunts obligataires souscrits par des constructeurs sont remboursés en 2008, 21 ans après la date de leur première émission,
- d) tous les prêts avec recours sont remboursés en 2015, 23 ans après leur premier tirage. L'engagement de soutien peut être utilisé pour émettre les obligations adossées aux revenus qui peuvent toutes être remboursées en 2018, soit 22 ans après la date de leur première émission.

120. Au total, les analyses entreprises montrent que l'économie du projet est robuste. Le financement implique un risque non négligeable de retard dans les remboursements mais un risque minimum de perte.

Le montant total des fonds requis à moyen et long terme est situé bien au-delà de tout ce qui a été précédemment fait pour un financement de projet sans recours et c'est là un problème majeur. De plus, l'ensemble des parties concernées doit accepter le risque technique dès l'origine. Leur décision sera prise après avoir été satisfait de la faisabilité de la construction et de l'exploitation et la présence de provisions suffisantes pour les dépassements de coûts.

H - CONTRAINTES ET EXIGENCES POUR LA MISE EN OEUVRE

121. Il ressort du paragraphe 120 ci-dessus que le projet de double tunnel ferroviaire foré est économiquement viable. Toutefois le financement dans le cadre du montage n° 1 ne peut être entrepris que s'il est prouvé que le risque géologique est acceptable pour tous dès le départ. Il faudrait apporter une attention toute particulière aux résultats de l'hypothèse de base lors de l'examen des contraintes et des exigences de la mise en oeuvre. Si les financiers pensent raisonnablement que les estimations des entrepreneurs se réaliseront, il sera possible de revoir en baisse le montant des engagements financiers à rechercher. Sinon, dans l'éventualité d'un dépassement des coûts, il convient que le financement soit quand même assuré, même si les compagnies d'assurances ne versent pas d'indemnité. Néanmoins s'il s'avère dès le début qu'il faudra supporter de tels coûts, l'engagement de financement devra être réaménagé et de fait, s'il faut prévoir des capitaux supplémentaires, la viabilité pourra être remise en question et le projet abandonné.

(i) Les contraintes

122. Si l'on prend en compte les hypothèses moyennes de trafic du cas de base :

- a) Il faut obtenir des engagements pour les investissements de départ de GBP 600 millions sous forme d'obligations convertibles. Même si ce montant n'est appelé qu'à hauteur de 90 % et que des émissions nouvelles couvrent les intérêts capitalisés, l'encours total s'accroîtra finalement jusqu'à GBP 5 552 millions. En outre les intérêts des emprunts convertibles ne sont pas versés avant 1998. Cependant, à terme, le rendement pour les investisseurs qui s'établit avant impôt à 20,4 % du capital initial utilisé peut être jugé satisfaisant.
- b) Les marchés bancaires doivent s'engager sur un prêt principal et un prêt stand-by sans recours pour un montant total de GBP 5 938 millions qui sera utilisé sur une période de 10 ans à concurrence de ce montant (prêt principal sans recours) avec une échéance finale en l'an 2000, soit une durée de 15 ans à partir de la date où l'engagement est pris. Et encore cette durée ne pourra être obtenue que par le biais d'une émission d'obligations adossées aux revenus.
- c) Les principaux entrepreneurs et le cas échéant les maîtres d'ouvrage délégués doivent s'engager à souscrire si besoin est, pour quelques 312,6 millions de GBP courantes d'emprunts obligataires dont les intérêts pourraient être capitalisés sur une période assez longue. Il est admis que dans l'hypothèse de base il n'y aura pas d'émission mais cet engagement doit quand même être pris.

- d) Le marché de l'assurance doit être approché en vue de fournir, moyennant une prime raisonnable, la couverture requise selon la 3ème partie du Chapitre 5C. Les principaux montants sont, à titre indicatif, de GBP 500 millions en 1983 à corriger de l'inflation pour couvrir les difficultés rencontrées lors de la construction, plus GBP 500 millions pour couvrir les charges financières qui courront pendant les retards qui en découleront. On cherchera aussi à s'assurer autant que possible contre la défaillance ou la faillite des constructeurs.
- e) Il est demandé aux Gouvernements et à la CEE d'apporter leur appui pour les travaux de construction au moyen d'un engagement d'assurer la continuité des financements, et leur aide pour l'émission d'obligations adossées aux revenus après l'achèvement des travaux par le biais de l'Accord de Soutien aux Emissions d'Obligations. Il faut souligner que l'engagement d'assurer la continuité des financements ne doit pas jouer dans l'hypothèse de base, mais cet engagement doit néanmoins être pris.
123. Le paragraphe 122, ci-dessus, donne la liste des engagements fondamentaux qui doivent être souscrits et qui sont à la fois substantiels et d'une nature peu commune. L'importance réelle de ces engagements tient toutefois dans les risques qui leur sont associés. L'objectif poursuivi est le partage des risques, mais les risques ne sauraient être éliminés. L'équilibre entre les parties impliquées : investisseurs, banques prêteuses sans recours, maîtres d'oeuvre, principaux constructeurs, compagnies d'assurances, Gouvernements ou CEE est la caractéristique fondamentale.
124. Il est de la plus haute importance que toutes les parties assument dès le départ, la totalité des risques économiques et techniques. En ce qui concerne les risques techniques, on remarquera l'importance de l'appréciation de ceux-ci par un conseiller technique indépendant, notamment dans le domaine des failles géologiques et des délais de construction qu'elles pourraient entraîner. L'analyse des risques économiques est du ressort de chacune des parties concernées qui statuera en fonction de sa perception du rendement escompté.

Quoi qu'il en soit, un tel risque comprendra : la durée de la construction, les coûts et la qualité, les taux futurs d'inflation, les taux d'intérêt, la marge entre les taux d'intérêt et le taux d'inflation et les taux de change, auxquels s'ajoute le niveau adéquat des revenus qui sera affecté par les tarifs, le volume du trafic et l'efficacité opérationnelle.

125. Il faut prendre en considération la nature du projet et celle des concepts présentés dans le présent schéma de procédure n° 1. On ne voit que rarement sur les marchés financiers internationaux de grands projets d'infrastructure non assortis de quelque forme globale de garantie ou de propriété étatique.

En conséquence, il est difficile de mesurer la réaction des investisseurs potentiels, et ce d'autant plus que tous les fonds nécessaires devront être levés sous forme de placement privé, puisqu'il n'existe pas de groupe d'investisseurs patronant le projet.

126. La majorité des prêts bancaires sans recours offerts sur les marchés bancaires internationaux a trait à des projets de développement de ressources naturelles auxquels on applique par convention des ratios de couverture établis sur la durée du prêt. C'est-à-dire que le montant du prêt sans recours est limité à un certain pourcentage de la valeur actuelle du revenu net escompté pendant la période de remboursement du prêt. Aucun ratio de couverture de cette nature sur la vie du prêt n'est prévu dans le présent schéma de financement n° 1 ; en remplacement, le concept d'appréciation et de limitation du risque repose sur un test de viabilité économique conçu de manière à offrir une protection similaire à un ratio de couverture mais sur la base d'une exploitation de 25 ans (cf Annexe 1). Cette procédure a été suivie en raison de la nature des grands projets d'infrastructure qui présentent un coût élevé par rapport aux revenus à court et moyen terme. Toutefois de tels projets ont également une vie économique longue durant laquelle un flux continu de revenus peut être raisonnablement escompté. Ils constituent donc des objectifs de choix pour monter des financements bancaires à court ou moyen terme pendant leur construction, relayés par des moyens de refinancement à long terme sous forme d'émission d'obligations adossées aux revenus. Toutefois, les banques prêteuses à court et moyen terme, sans recours, doivent accepter un risque de refinancement car la majeure partie de leur prêt devra être transférée sur des instruments de financement à long terme remboursables à partir du flux de revenus sur une longue période.

De tels concepts de financement sont largement utilisés pour la réalisation d'installations de services publics aux Etats-Unis, mais rarement avec des sociétés nouvellement formées. Qui plus est ils n'ont jamais été utilisés pour le développement d'infrastructure en Europe Occidentale et par conséquent, pour le moment, de tels concepts pourraient ne pas être acceptés volontiers par les marchés bancaires européen et international. En conséquence, un premier pas en direction de ce qui promet d'être une syndication de crédit extrêmement large, consistera en un effort considérable nécessaire pour convaincre un groupe international de banques prêteuses à la fois de la validité du montage financier des structures proposées et de la certitude du caractère régulièrement applicable de l'accord de soutien des émissions d'obligations (cf Annexe 3).

127. Le niveau des risques qu'il est demandé d'accepter aux maîtres d'oeuvre et aux principaux constructeurs excède celui qui est normalement exigé pour les projets d'infrastructure contrôlés par les Etats. Ceci s'applique également aux risques qui doivent être placés auprès des compagnies d'assurance.

128. Dans le mode de financement 1, le rôle des Etats ne sera pas celui de propriétaires assumant la responsabilité totale du contrôle et du financement, il sera au contraire celui d'un promoteur assumant des devoirs spécifiques de soutien. Cette tâche de promotion ainsi que le soutien pour les dépassements de coûts non assurés et l'émission d'obligations adossées aux revenus constituent des engagements irremplaçables.

129. En résumé, on peut faire les commentaires suivants :

- il est demandé aux marchés des capitaux d'accepter une émission privée à caractère inhabituel et pour des montants substantiels, avec des intérêts capitalisés pendant environ 13 ans ;

- les marchés bancaires se voient demander dans une hypothèse de base de participer pendant 15 ans, à compter de la date d'engagement de souscription, à un prêt sans recours avant achèvement qui comporte, dès l'origine, la totalité du risque technique et économique et une partie substantielle du risque de refinancement ; c'est là une méthode de financement qui n'a jamais été utilisée précédemment en Europe pour un projet d'infrastructure, et pour un montant d'une importance supérieure à tout ce qui a été fait en matière de financement de projet à ce jour ;
- les maîtres d'ouvrage délégués et les principaux constructeurs doivent assumer la totalité du risque de construction d'une façon totalement nouvelle ;
- il est demandé au marché des assurances de fournir une couverture à un niveau à la fois inhabituel et substantiel ;
- les Gouvernements et la CEE sont sollicités de fournir un appui financier direct dans la phase initiale du projet et par la suite de l'appuyer pendant la construction en cas d'événement fortuit non assurable puis, après l'achèvement, d'aider à la création d'un marché européen nouveau d'obligations adossées aux revenus.

130. De plus, s'il doit être du secteur privé, tout important investisseur en capital, doit être assuré de l'existence d'engagements de financement couvrant la totalité des coûts, y compris les intérêts capitalisés, avant le début de la construction. On doit toujours être assuré de l'achèvement, sauf en cas de cessation de la viabilité économique.

131. L'équilibre des risques dans ce qui précède n'est évidemment pas respecté mais, ainsi que mentionné au paragraphe 123, il constitue un facteur clé.

- Les marchés de capitaux sont requis de fournir une proportion relativement faible des besoins globaux de financement. Toutefois, ces fonds seront d'abord utilisés pour achever les deux premières années de construction. Il est concevable que cette période constitue le moment où le risque est maximum, c'est alors que seront mis à l'épreuve, la possibilité technique de réalisation, les estimations des coûts de construction et la coordination de la construction.

Bien que toutes les autres sources de financement soient d'ores et déjà engagées, un échec durant ces deux premières années de construction ne porterait préjudice qu'aux seuls investisseurs.

Les marchés bancaires se voient demander de fournir l'essentiel des capitaux à risque par le biais d'un prêt sans recours :

- . bien que les fonds ne doivent pas être tirés avant la troisième année de construction, après l'investissement du capital ;
- . bien que toutes les informations reçues à ce jour indiquent clairement que le risque d'annulation pour cause de problèmes techniques soit léger et que cela doive être confirmé par un consultant indépendant avant que l'engagement ne soit pris ;

- bien que tous les calculs effectués lors de la préparation du présent rapport démontrent clairement que le risque de perte est minime et que cela sera confirmé par le test de viabilité économique avant le début de la construction.

Le fait demeure que le risque économique et technique doit être accepté dès le départ avec en plus un risque substantiel de délai dû à la nécessité d'un refinancement au moyen de l'émission d'obligations adossées aux revenus.

- Les maîtres d'ouvrage délégués et les principaux constructeurs devront d'une part risquer leurs profits en vertu de l'objectif global du coût de la construction, d'autre part accepter un certain niveau de paiement différé dans tous les cas où les obligations des constructeurs pourront être émises. Toutefois, l'un dépend de leur propre estimation, l'autre se réfère principalement aux conflits sociaux sur lesquels ils devraient pouvoir exercer un certain contrôle.
- Il est demandé au marché des assurances de couvrir un volume important de risques dont la majeure partie est relative à des dépassements de coûts dont on espère qu'ils se situeront dans les limites des estimations actuarielles.
- Les Gouvernements et la CEE devront fournir des capitaux à risques de façon à faire démarrer le projet mais dans les domaines principaux où s'exerce leur appui, leur risque est atténué par des stipulations d'un autre ordre. L'engagement de continuité dans le financement est atténué par la couverture d'assurances pour les dépassements de coûts et l'engagement de soutien aux émissions d'obligations ne peut être mis en oeuvre que dans la mesure où les revenus nets escomptés sont suffisants pour assurer le remboursement des obligations adossées aux revenus à leur échéance.

132. Il en résulte que globalement les marchés financiers prennent un risque initial important mais qu'ensuite les marchés bancaires reprennent l'essentiel du risque à la fois en montant et en durée. Les maîtres d'ouvrage délégués et les principaux constructeurs assument les risques inhérents à la construction et le marché des assurances couvre la possibilité de dépassement substantiel des coûts. Les Gouvernements et la CEE prennent un faible montant de risque initial en termes monétaires et leurs risques ultérieurs prennent plutôt la forme de garanties que de financements. En conséquence de quoi le poids des risques porte lourdement sur les marchés des capitaux et les marchés bancaires, ces derniers assumant la charge de l'apport de l'essentiel des fonds.

133. Après avoir passé en revue tous ces facteurs, il paraît raisonnable de conclure que l'ensemble de la proposition est extrêmement tendu. Il doit, sans aucun doute, être mentionné que ce financement présente des difficultés qui n'ont encore jamais été rencontrées par les marchés financiers. D'où il résulte que, pour que le montage du financement soit entrepris, certaines conditions devront être satisfaites.

(ii) Les conditions

134. Tout d'abord et avant tout, les Gouvernements et la CEE devront s'engager officiellement et de façon irrévocable sur le plan politique en faveur d'un type défini de lien, d'une structure administrative (entité propriétaire unique ou entités nationales) et d'un plan de financement. Ceci n'implique pas que les Gouvernements et la CEE garantissent le financement mais plutôt qu'ils coopèrent de façon à encourager la participation du secteur privé. Bien que les Gouvernements et la CEE ne doivent à aucun moment se voir demander de reprendre les dettes des autres parties impliquées, un engagement de partage des risques est requis comme indiqué ci-après.
135. Des garanties couvrant l'abandon pour des raisons politiques devront être délivrées sous une forme acceptable.
136. Le soutien effectif des Gouvernements ou de la CEE en vertu de l'engagement d'assurer la continuité des financements et de l'Accord pour soutien des émissions obligataires est considéré comme un minimum absolu pour qu'un financement conforme au mode de financement ait une chance d'aboutir. De plus, l'appui demandé dans le cadre de l'engagement d'assurer la continuité des financements est considéré comme le seul moyen d'éviter que soient nécessaires des garanties financières directes entre les Etats.
137. Les Gouvernements doivent également mettre en place des infrastructures publiques sous une forme qui permette l'utilisation la plus large possible par l'ensemble des pays membres de la CEE.
138. Il est essentiel que les Gouvernements autorisent et, s'il y a lieu, encouragent la négociation de contrats commerciaux avec la SNCF et BR. Il doit être entendu que ces contrats devront avoir une base commerciale, et il est bien évident que la société (ou les sociétés) propriétaire aura la préférence légitime de retirer un bénéfice du contrat passé avec la SNCF et BR pour l'utilisation du lien transmanche. Ce bénéfice devra aussi être proportionnel au montant global des risques assumés par les investisseurs dans le lien.
139. Afin de prouver sur une très longue période sa viabilité aux marchés des capitaux et aux marchés bancaires qui escomptent des recettes futures, le projet doit être exploité sur une base essentiellement commerciale et la licence d'exploitation doit être délivrée pour une durée raisonnable après l'achèvement de l'ouvrage : nous pensons que 50 ans assortis d'une option de renouvellement constituent un minimum.
140. En ce qui concerne le capital proprement parler et afin d'accroître les chances d'absorption des obligations convertibles par les marchés des capitaux, il faut leur assurer un rendement plus tôt que prévu par l'état prévisionnel des flux de trésorerie. On ne pourra y parvenir que par le biais d'avantages fiscaux, ce qui conduit à choisir un certain type d'organisation. Il n'est pas prévu de solliciter des avantages exorbitants, mais plutôt que les Etats aident à trouver de part et d'autre de la Manche un type de société propriétaire fiscalement avantageux. Une certaine harmonisation de la réglementation fiscale applicable entre la France et le Royaume Uni sera nécessaire pour permettre un financement unique de la totalité du projet.

141. Ce qui précède aura des répercussions sur la nature des investisseurs potentiels. Il est à remarquer que les banques d'affaires qui ont participé à l'étude des différents projets de liaison fixe transmanche présentés au gouvernement, n'ont guère donné d'encouragement quant aux possibilités de trouver des capitaux dans le cadre d'un financement privé de projet, et ce, en dépit du fait que c'est sur ce genre de marché financier que les banques d'affaires traitent la majorité de leurs opérations de courtage. Il faut par conséquent supposer que les principales institutions financières qui sont généralement sollicitées par les banques d'affaires n'ont montré qu'un intérêt limité pour un investissement dans le lien transmanche. Pour y pallier, le mode de financement l propose à titre d'exemple d'incorporer des obligations convertibles qui devraient intéresser les banques puisqu'elles leur permettraient, à terme, de retirer des bénéfices sur le capital d'un projet pour lequel elles ont pris le risque de fournir des fonds sans recours. Il est possible que des compagnies d'assurances et d'autres institutions financières soient elles aussi intéressées. En dehors des marchés financiers, les grosses sociétés, notamment les fournisseurs de matériels du lien transmanche et celles de l'industrie des transports pourraient être intéressées par une prise de participation. Il est important cependant que l'investissement soit réparti le plus largement possible et, pour autant que les questions politiques le permettent, qu'il soit élargi au moins aux pays membres de la CEE, voire à l'Amérique du Nord. Limiter le marché pour un tel investissement aux seuls Royaume-Uni et à la France par exemple, pourrait rendre difficile la réunion des montants nécessaires.
142. Le montant sans précédent du risque bancaire sans recours est un défi extraordinaire. Le principal avantage est que le projet a l'avantage d'être situé dans une zone politiquement stable et devrait générer un flux de recettes sur une très longue période ; le lien transmanche n'est en rien un actif périssable. Il pourrait donc être bon de se tourner vers les marchés bancaires à une époque de reflux probable de la demande de prêts pour de grands projets dans d'autres parties du monde. Cela dépendra toutefois du respect du calendrier selon lequel la collecte des fonds se fera pour l'essentiel en 1985.
143. Faire contribuer les maîtres d'ouvrage délégués et les principaux entrepreneurs au financement par le biais d'emprunts obligataires des constructeurs en cas de besoin, est également un gros avantage. Les principaux responsables de la construction ne peuvent être que des sociétés de solvabilité incontestable qui ont un intérêt à finir la construction à bonne date et sans dépasser les devis. Une certaine concurrence ne manquera pas de jouer pour peu qu'une large part des contrats de sous-traitance soit passée par voie d'appel d'offre tant pour les travaux que pour les fournitures de matériels. Nous ignorons cependant si les entreprises françaises et britanniques du secteur de la construction sont susceptibles d'accepter le principe de l'émission d'emprunts obligataires des constructeurs et la nature spécifique des contrats avec les maîtres d'oeuvre et les principaux constructeurs. Il s'agit là d'une exigence indispensable.
144. Le marché de l'assurance jouera un rôle vital à jouer au niveau du partage des risques. Bien que des informations estiment possible la couverture des risques, des offres fermes ne pourront être obtenues qu'après un rapport technique détaillé et que les maîtres d'ouvrage délégués et les principaux entrepreneurs auront été engagés ou au moins désignés. Les négociations portant sur la couverture d'assurance devront être entamées rapidement ; la prime devra être acceptable au regard du risque.

145. Il est enfin souhaité que les Gouvernements et la CEE comprennent que le financement du lien fixe transmanche, dans le cadre des concepts présentés dans le mode de financement 1, consisterait une entreprise sans précédent. On ne peut entreprendre la phase de développement qu'imprégné d'une ferme volonté de négocier un ensemble de partage des risques mutuellement acceptable. Il est de la plus haute importance que la nature unique de la tâche entreprise soit bien acceptée, afin que complètement d'accord sur les objectifs, toutes les parties concernées consentent un effort concerté de coopération.
146. En conclusion, il paraît approprié de résumer les aspects du partage des risques dans le mode de financement n° 1 de la façon suivante (ce résumé est également reproduit au Chapitre 7) :

Le mode de financement 1 implique d'engager tous les fonds avant le début des travaux de construction.

- (a) Les capitaux des investisseurs sont utilisés les deux premières années de construction, et par conséquent ceux-ci doivent accepter de la manière la plus classique l'intégralité des risques techniques et économiques dès le départ. Les investisseurs doivent aussi s'engager à fournir ou à accepter qu'il soit levé un pourcentage donné de capital supplémentaire. Dans un cas de dépassement de coût modeste, cela a déjà été prévu dans l'estimation des besoins de financement faite initialement. Si les dépassements de coût sont substantiels, il convient de rester néanmoins à l'intérieur des limites du test de viabilité.
- (b) Les banques, qui doivent évaluer et accepter la totalité des risques économique et économiques, fournissent la plus grande partie des capitaux destinés à faire face aux coûts de construction et autres besoins de financement dans le cas de base, au moyen d'un prêt sans recours engagé avant le début des travaux. Il est utilisé après épuisement des capitaux des investisseurs, à moins qu'une décision d'abandon soit acceptée par toutes les parties concernées à la suite du résultat négative du test de viabilité économique entrepris lorsqu'une modification de la date d'achèvement est entrevue.

La méthode de financement est conçue pour permettre de rembourser en premier lieu les banques par le produit de l'émission d'obligations adossées aux revenus, l'émission bénéficiant du soutien des Etats ou de la CEE (*). Les banques doivent accepter le risque qu'une dégradation des conditions de l'équilibre économique puisse empêcher que ce soutien joue pleinement et donc prennent un risque de refinancement. Cela signifie qu'elles devront maintenir leurs prêts sans recours jusqu'à ce qu'il y ait suffisamment de cash flow pour les rembourser. Dans une telle situation, le remboursement de la partie du prêt sans recours qui se trouverait consolidée se ferait par priorité au moyen du cash flow disponible après paiement de tous les intérêts.

En cas de dépassement de coût, l'engagement des banques de fournir des fonds sans recours prend, dès le départ, la forme d'un prêt stand-by d'un montant limité à l'avance. Il est toutefois relativement important, comparé aux capitaux fournis par les investisseurs, les constructeurs et le marché de l'assurance, qui participent tous au partage de ces risques du projet.

(*) "Bond Issue Support Agreement"

Si d'autres dépassements de coût surviennent, qui soient substantiels, les banques peuvent avoir à fournir ou à aider à mettre en place les financements nécessaires pour terminer les travaux, mais seulement sur la base d'une garantie des Etats ou de la CEE et avec, quant aux montants, une limite qui dépendra des résultats du test de viabilité économique.

Par conséquent les banques prennent, dès le départ, une part de risque du projet bien plus grande que n'importe quelle autre partie, tant en ce qui concerne le volume que la durée. Elles prennent également un engagement important pour financer la totalité des dépassements de coût, mais partagent les risques économiques qui s'y rapportent avec les autres parties en cause.

Le montant des fonds à lever, notamment si l'on considère qu'il s'agit de fonds à "recours limité", est extrêmement élevé et la procédure de financement proposée, y compris le refinancement de la dette bancaire, n'a jamais été entreprise sur le marché européen, bien qu'elle ait une ressemblance avec celle utilisée aux USA pour financer les services publics.

(c) Les entreprises de construction et le marché de l'assurance prennent une partie des risques :

- s'il survient pendant la construction certains événements qu'il n'avait pas été possible d'assurer, les entreprises de construction seront en partie payées à terme au moyen d'obligations.
- on s'efforcera de couvrir si possible par des polices d'assurances les risques susceptibles d'entraîner d'importants dépassements de coût tels que les difficultés économiques et géologiques et les charges d'intérêts de retard qui en résulteraient.

Cette manière de procéder limite indirectement le recours du prêt stand-by ainsi que l'engagement d'assurer que le plan de financement est complet de façon permanente.

(d) Les Etats ou la CEE doivent également évaluer et accepter les risques du projet : il leur est demandé de s'engager à assurer que les besoins de financement soient totalement couverts de façon permanente, et d'accorder leur soutien aux émissions obligataires.

(i) La première assurance est nécessaire pour lever des fonds supplémentaires en cas de dépassements de coût substantiels, mais :

- 1) son poids peut être allégé grâce aux engagements initiaux des investisseurs, des banques et des entreprises de construction ainsi que par les polices d'assurances et,
- 2) cet engagement ne peut être mis en force que si le projet est encore économiquement viable au moment où il y est fait appel,
- 3) son montant n'excède pas le plafond de l'engagement bancaire sans recours.

(ii) Le second soutien permet de faciliter le remplacement, dès la troisième année d'exploitation, des concours bancaires sans recours, par des obligations assises sur les revenus. Ces obligations ne pourront être émises avec l'aide de ce support contractuel que s'il est prouvé que les revenus prévisionnels nets pendant les 25 années qui suivent l'émission sont suffisants pour rembourser les obligations à leur échéance.

Le risque pour les Etats ou la CEE, est que l'équilibre économique du projet se dégrade après l'émission, au point que le fonds d'amortissement ne permette pas de rembourser les obligations à leur échéance. En un tel cas, les Etats ou la CEE sont appelés à couvrir l'insuffisance de fonds, en vertu de leur accord initial de soutien à l'émission.

On peut en conclure que la première méthode de financement est acceptable pour les Gouvernements ou la CEE dans la mesure où les niveaux de soutien qu'ils impliquent de leur part est considéré être le minimum pour réaliser le projet. Cependant, les risques qu'il est demandé de prendre aux investisseurs, et particulièrement aux banques prêteuses, sont substantiels. On ne peut donc préjuger de l'acceptabilité par les marchés financiers.

A N N E X E 1

TEST DE VIABILITE ECONOMIQUEA - DEFINITION

147. A la date à laquelle le test est entrepris, la somme des dépenses engagées, des frais à encourir, tels qu'estimés à l'époque, des intérêts futurs estimés sur les sommes empruntées (quelle que soit leur origine) diminuée du montant du capital des investisseurs déjà versé ou à libérer doit pouvoir être amortie sur une période de 25 années à partir de la date d'achèvement estimée par imputation d'un pourcentage prédéterminé de la valeur actualisée des recettes nettes annuelles estimées. Pour le test initial, comme pour tous les tests ultérieurs, ce pourcentage sera de 80 % , mais pourra être plus élevé pour éviter l'abandon (voir plus bas le point 4).
148. Les calculs seront effectués de façon à déterminer l'encours maximum de prêt pour chacune des années de la période de construction et des 25 années d'exploitation.
149. L'état prévisionnel des encours, dressé sur une base annuelle, destiné à être rapproché de l'encours maximum possible pour chacune des années sera établi conformément à l'ordre des priorités de remboursement fixé dès le début du projet et de l'émission des obligations adossées aux revenus après l'achèvement.
150. Pour calculer l'encours maximum possible des prêts pour chaque année et pour dresser l'état prévisionnel des encours année par année, les coûts d'exploitation, les taux d'inflation, les prévisions de trafic et de tarif utilisés seront ceux qui sembleront les plus probables à la date du calcul.
151. La date du premier calcul précèdera le commencement de la construction. Les prévisions de tarifs et de trafic du calcul initial seront conservées pour les calculs suivants sauf s'il y a lieu de penser qu'il faut les faire vérifier par un expert indépendant. Les fluctuations annuelles du trafic du détroit ou les révisions des tarifs publiés par les compagnies maritimes au cours de la période de construction ne devraient pas modifier d'une façon significative de prudentes estimations à long terme. Les détails des calculs sont donnés aux paragraphes 162 et 163.
152. Le test de viabilité économique sera entrepris au départ et seulement si nécessaire pendant la construction. Ce ne sera plus utile pendant la phase opératoire après l'achèvement des travaux où l'engagement de soutien pour l'émission des obligations peut être mis en jeu (voir annexe 3).

B - PERIODE D'AMORTISSEMENT

153. Une durée maximum de 25 ans a été retenue pour tenir compte de la durée de vie totale du projet. S'il est convenablement entretenu, l'ouvrage devrait avoir une durée de vie d'environ 100 ans. Cette estimation semble raisonnable si l'on considère les tunnels ferroviaires en service actuellement. Il n'est pas possible de prévoir si la durée de vie physique correspondra à la durée de vie économique, car ceci dépend de l'utilisation future, mais toute diminution importante du trafic ne pourra s'expliquer que par l'introduction de technologies nouvelles dans le domaine des transports ou par un déclin très net dans les relations économiques entre les pays membres de la C.E.E. Il est improbable que ces facteurs aient une incidence sensible en moins de 25 ans et par conséquent il est très vraisemblable que le flux de recettes se poursuivra au-delà d'un terme de 25 ans.

C - ANALYSE DES RESULTATS

154. Les calculs du test de viabilité économique seront effectués et leurs résultats analysés avant le début de la construction et au cours de la phase de construction, chaque fois que l'on prévoira un changement de la date d'achèvement. L'analyse réalisée avant le démarrage de la construction devra démontrer que l'état prévisionnel des encours, année par année, du prêt bancaire principal sans recours ne dépassera pas 75 % de l'encours maximum autorisé pour l'année considérée. Ceci permettrait en cas de besoin de procéder à des appels de fonds supplémentaires.

155. Pendant la construction, le montant total des prêts effectifs ou prévus, utilisés ou envisagés pendant une année donnée, ne doit pas dépasser l'encours maximum autorisé pour l'année considérée tel que démontré par le test de viabilité économique le plus récent.

Ledit montant total du prêt recouvre le prêt bancaire sans recours, le prêt bancaire garanti et les emprunts obligataires des constructeurs. Ceci englobe l'endettement total.

156. En outre, le montant maximum des prêts bancaires garantis ne doit en aucun cas dépasser le montant maximum prévu de prêts bancaires sans recours ; ces deux montants comprenant les intérêts capitalisés. Les prêts bancaires garantis sont ainsi plafonnés.

157. Les résultats de chaque test de viabilité économique seront communiqués à tous les participants dès qu'ils seront connus. Si le résultat est positif et si les prévisions de besoin de financements futurs ne dépassent celles du plan de financement initial, le projet sera mis en oeuvre. Le plan de financement initial recouvre le capital des investisseurs (utilisé à 100 %), le prêt bancaire sans recours et les emprunts obligataires des constructeurs, soit le coût de construction estimé plus un filet de sécurité pour les dépassements de devis.

158. Dans l'éventualité où le montant total des fonds nécessaires dépasserait ce qui est prévu dans le plan initial de financement, il y aurait lieu de faire jouer l'Accord pour assurer la continuité des financements (cf Annexe 2).

D - RESULTATS JUSTIFIANT L'ABANDON

159. La poursuite du projet exige que soit prouvée la viabilité économique, néanmoins il faut surtout éviter qu'il avorte. Il s'ensuit que si un test de viabilité économique entrepris au cours de la période de construction est négatif sur la base de 80 % des recettes nettes futures estimées, on prendra un pourcentage supérieur pouvant aller jusqu'à 100 % pour achever le projet. On reconnaît que cela entraînera un rendement inférieur pour les investisseurs et allongera la période de remboursement. Cependant un accord préalable sur ce test devrait permettre d'éviter que le projet ne soit abandonné prématurément avec les pertes qui en découleraient pour tous.
160. En cas d'échec total d'un test de viabilité économique effectué au cours de la période de construction ou réunirait tous les participants, à savoir les représentants des investisseurs, les banques chefs de file et les Etats et la C.E.E. si des prêts bancaires garantis ont été utilisés. L'avis des maîtres d'ouvrage délégués pourra aussi être recherché. L'assemblée aurait à se prononcer sur l'abandon ou la poursuite du projet. Dans la pratique, il est très improbable que le projet soit abandonné vu l'ampleur de la perte qui en découlerait, à moins que l'on ne se trouve confronté à des difficultés techniques pratiquement insurmontables. Cependant si la poursuite était décidée il faudrait restructurer la dette et collecter des fonds supplémentaires, le risque étant repartit équitablement entre les investisseurs, les prêteurs sans recours et les Etats et la C.E.E. pour les prêts garantis. Toutes les banques prêteuses devront voter une résolution mais les Etats et la C.E.E. n'auront pas automatiquement à apporter des fonds supplémentaires. C'est pour empêcher une telle éventualité que le prêt bancaire garanti est plafonné.
161. En dépit de ce qui précède il est important de ménager pour les investisseurs et les prêteurs la possibilité d'abandonner le projet en cas d'échec du test de viabilité économique.

E - METHODE DE CALCUL

162. Le test de viabilité économique sera effectué par le groupe de travail constitué pendant la phase de préparation en accord avec les gouvernements ou la CEE. Il s'appuiera sur les dernières prévisions de tarif et de trafic produites par un expert indépendant.
163. Tout autre test de viabilité nécessaire pendant la construction sera fait par les banques chefs de file, en accord avec tous les prêteurs. Si besoin est, de nouvelles prévisions de tarif et de trafic seront produites aux frais de l'emprunteur par un expert indépendant.

A N N E X E 2

ENGAGEMENT D'ASSURER LA CONTINUITÉ DES FINANCEMENTS

164. Dans la collecte des fonds nécessaires pour financer un projet d'infrastructure de la taille du lien transmanche, il faut arriver à concilier la couverture des besoins minimum et la continuité des financements.

Par conséquent le plan de financement initial a tenu compte de tous les aspects qui pourraient occasionner un dépassement des devis. Il reste cependant la question de tout ce qui ne peut être assuré et qui n'est pas couvert par les emprunts obligataires des constructeurs et les impondérables ; c'est la raison d'être de l'engagement d'assurer la continuité des financements. Cet engagement doit être, garanti du fait de l'impossibilité de prévoir si des fonds sans recours seront disponibles à une date ultérieure au-delà du niveau déjà très élevé de l'engagement initial sans recours. En outre, le montant des fonds sans recours disponibles dépendra toujours de la durée du prêt. Dans la structure financière du lien transmanche, la durée va déjà bien au-delà des usages du marché pour les financements bancaires tant garantis que sans recours. Ce qui explique que l'engagement d'un tiers irréprochable donnera l'assurance que les financements ne seront pas interrompus en cas d'impondérable s'il est prouvé que le projet demeure économiquement viable.

165. L'intention n'est pas de créer une garantie d'achèvement inconditionnelle, c'est-à-dire de s'assurer des capitaux pour un montant illimité afin d'achever le projet indépendamment de l'aspect économique. Le but recherché est plutôt de s'assurer de la disponibilité indiscutable de prêts bancaires supplémentaires pour couvrir les impondérables et, par là-même, d'éviter un abandon prématuré. Mais, ainsi qu'il est dit à l'Annexe 1 consacrée au test de viabilité économique, il faudra prouver que le projet continue bien à être viable avant de demander à utiliser des fonds supplémentaires. Pour bien cerner la notion de viabilité continue, le montant des prêts supplémentaires qui peut être financé sur base garantie, est limité par l'encours maximum déterminé pour une année considérée dans le test de viabilité économique le plus récent et par le plafond des prêts bancaires sans recours.

ANNEXE 3

ACCORD DE SOUTIEN DES EMISSIONS OBLIGATAIRES

166. Comme nous l'avons dit au paragraphe 46 dans la partie consacrée à la phase d'exploitation, les banques ne peuvent engager des capitaux pour une durée aussi longue que celle impliquée par le projet. Par conséquent pour obtenir les financements bancaires initiaux nécessaires pour la construction il faudra, après l'achèvement, émettre des obligations dont les intérêts seront payés au moyen des recettes futures de l'ouvrage. Ce qui permet de ramener la durée des financements bancaires à des niveaux acceptables. Nous nous proposons de commencer l'émission de ces obligations adossées aux revenus au cours de la troisième année pleine d'exploitation par tranches annuelles de GBP 250 millions (chiffre de 1983 à corriger de l'inflation).
167. L'émission d'obligations adossées aux revenus pour refinancer les prêts bancaires après la construction d'un service public a rarement, voire jamais, été tentée sur les marchés européens. En outre à la date à laquelle on se propose d'émettre la première tranche d'obligations adossées aux revenus, l'exploitation du lien Transmanche n'aura commencé que depuis peu de temps. Dans ces conditions les marchés obligataires pourraient bien demander des assurances supplémentaires. Pour faciliter l'émission nous proposons de mettre en place un accord qui jouerait en cas d'insuffisance de recettes.

Selon cet accord, les gouvernements ou la CEE prendraient l'engagement vis à vis de la société (ou des sociétés) propriétaire pour le cas où à l'échéance des obligations, le flux de recettes se serait montré insuffisant pour alimenter le fonds d'amortissement nécessaire pour faire face au remboursement des obligations, d'apporter leur aide au financement de ce déficit.

168. Il n'est pas question de modifier le caractère sans recours des prêts bancaires qui doivent être refinancés par l'émission d'obligations. Par conséquent des obligations adossées aux revenus ne pourront être émises que dans la mesure où, à la date d'émission, le flux de revenus nets estimé du projet montre à l'évidence qu'il est possible de constituer un fonds d'amortissement. En outre, les intérêts payables sur les obligations adossées aux revenus émises bénéficieraient d'une priorité sur ce cash flow net du projet pour reconnaître qu'elles remplacent les prêts bancaires sans recours (mais voir aussi les paragraphes 55 et 56). Par conséquent, pour chaque émission d'obligations adossées aux revenus, la société (ou les sociétés) propriétaire devra apporter la preuve qu'elle pourra rembourser conformément aux procédures habituelles sur le marché. L'accord devant jouer en cas d'insuffisance des recettes est nécessaire pour obtenir un classement "TripleA" pour l'émission, classement qui n'existerait pas vu les renseignements très limités dont on disposerait sur la société (ou les sociétés) propriétaire.

169. La durée de l'émission des obligations adossées aux revenus doit être décidée par la société (ou les sociétés) propriétaire immédiatement avant chaque placement. Cependant, l'accord devant jouer en cas d'insuffisance des recettes sera fondé sur une durée de 25 années pour chaque émission. Par conséquent, la capacité de remboursement visée ci-dessus sera calculée sur 25 années de futurs revenus nets estimés à partir de la date de chaque émission.

170. Pendant la durée de vie des obligations adossées aux revenus les calculs seraient effectués de la manière suivante :

la société (ou les sociétés) propriétaire communiquerait chaque année le solde du fonds d'amortissement, indiquant s'il est excédentaire ou déficitaire. Tout déficit serait constaté par les gouvernements ou la CEE. A l'échéance de chaque tranche d'obligations participantes et indexées toute insuffisance devra être couverte soit par l'émission de nouvelles obligations du même type soit au moyen d'un prêt bancaire sans recours. Dans le pire des cas cependant, il resterait la possibilité d'utiliser un prêt bancaire garanti bénéficiant du soutien des gouvernements ou de la CEE sur la base de cet accord.

171 Le fonds d'amortissement ne serait pas constitué par la société (ou les sociétés) propriétaire tant que le prêt bancaire sans recours n'aura pas été remboursé en totalité. Il est bien évident que cela allongera la durée des obligations adossées aux revenus mais en contrepartie, le volume d'obligations à émettre devrait s'en trouver réduit.

172. Le but recherché est donc de ménager encore une marge de sécurité une fois que les obligations auront été émises.

Puisque l'émission ne sera effectuée que pour autant qu'il puisse être prouvé que le cash flow sera suffisant, on a l'assurance que les banques n'échapperont pas à leur engagement sans recours. L'accord en cas d'insuffisance de recettes, même s'il est très improbable qu'il ait à jouer, sécurise le marché obligataire et assure une fonction de contrôle précieuse tout en apportant la confirmation que l'état n'interviendra pas dans l'exploitation commerciale du lien Transmanche.

CHAPITRE 5 - SECTION B

CHAPITRE 5 - METHODES ALTERNATIVES DE FINANCEMENT

SECTION B - MODE DE FINANCEMENT 2

INTRODUCTION

1. Cette méthode de financement fait appel au capital, aux obligations et à un prêt bancaire pour la construction. Le prêt bancaire est dans une large mesure sans recours, mais il comporte un élément de recours qui est normalement destiné à devenir totalement sans recours la seconde année d'exploitation. L'objectif est de :
 - a) mettre en place le prêt sans recours le plus grand possible sans susciter de besoins de refinancement, c'est-à-dire qu'il soit remboursé seulement par les revenus. C'est pourquoi il est adossé à un flux prévisionnel de revenus nets durant un certain nombre d'années d'exploitation.
 - b) créer un partage de risques entre toutes les parties concernées qui permette d'alléger progressivement le soutien initial demandé aux gouvernements ou à la CEE.
2. Etant donné :
 - a) qu'il est actuellement admis que la durée maximum acceptable pour un prêt bancaire sans recours est de 15 ans à dater de son engagement, et
 - b) qu'il est préférable d'allonger la période pendant laquelle la totalité des revenus nets peut être consacrée au remboursement afin d'avoir un montant initial de prêt sans recours significatif,il s'ensuit que le prêt sans recours ne peut pas faire l'objet d'un engagement dès le départ.
3. L'emploi de ratios de couverture et un passage progressif de financements avec recours en financements sans recours sont des techniques familières au marché bancaire international. La seconde méthode de financement est conçue afin que la conversion du prêt avec recours en prêt sans recours se fasse à la lumière d'une meilleure connaissance des revenus prévisionnels durant la phase de construction. Dans l'ensemble, ces concepts ont une certaine similitude avec ceux qui s'appliquent au financement de projets de ressources naturelles et d'industries de base.
4. Pour diverses raisons, y compris le manque d'engagement ferme des banques au départ, le besoin de protéger les premiers investisseurs du risque de syndication et celui de couvrir les dépassements de coût imprévus décelés avant l'achèvement de la galerie de service, la seconde méthode de financement implique un soutien relativement important des gouvernements au départ. Cependant, ce soutien diminue progressivement tout au long de la période de construction.

5. Les besoins de financement, en plus du capital et du prêt bancaire, sont satisfaits par un nouvel instrument de financement, les obligations indexées mentionnées au paragraphe 43 du chapitre 4, dont l'utilisation réduit substantiellement l'appel au marché financier grâce à l'appréciation de leur principal. Les caractéristiques du flux des revenus, c'est-à-dire sa stabilité et sa durée doivent être prises en considération, car elles sont particulièrement favorables à cet instrument.
6. Tous les concours faisant l'objet d'un engagement ne sont pas mis en place au début de la construction. Bien que la décision finale des diverses parties dépende de l'état d'avancement des travaux, il est nécessaire et possible de sonder les marchés financiers pour en connaître la réaction pendant la phase de développement préliminaire, selon une procédure similaire à celle décrite dans la première partie de la Section C du chapitre 5.

Pendant cette phase de préparation, il faut au moins avoir réglé les points suivants :

- avoir ratifié le Traité, créé l'entité (ou les entités) propriétaire de l'ouvrage et mis au point les indispensables questions d'organisation,
 - avoir mené de façon satisfaisante les études géologiques et techniques, y compris des tests de sensibilité aux retards et aux dépassements de coût,
 - avoir fait des études de trafic probantes,
 - quant aux contrats de construction, si leur nature n'est pas la même que dans la première méthode de financement, elle n'en implique pas moins la désignation de maîtres d'ouvrage délégués (se reporter au chapitre 5, Section C, deuxième partie).
7. Ce mode de financement est fondé sur un partage de risques entre les actionnaires, les gouvernements ou la CEE et les prêteurs. Elle est présentée sous les rubriques suivantes :

- A - Plan de financement
- B - Partage des risques
- C - Principes généraux de mise en force du plan de financement
- D - Illustrations et résumé des résultats.

Les scénarios de financement s'appuyant sur les principes du mode de financement 2 sont exposés de façon détaillée dans la Section C du chapitre 5 (cinquième partie) dont la connaissance est indispensable pour son entière compréhension.

A. PLAN DE FINANCEMENT

8. Au sein de cette section les trois sources de financement suivantes sont examinées :

- I) le capital initial
- II) le prêt bancaire "sans recours"
- III) les autres instruments de financement

IV) et il a été procédé à une illustration du cas de base

Tous les chiffres se rapportent au cas de base pour les dépenses d'investissement, et au scénario central pour le trafic (Trafic Moyen/Estimation de Base). C'est dans ce cadre que sont présentés un plan de financement, un état des encours et un plan d'amortissement des concours.

9. Les risques et besoins financiers qui pourraient se révéler en cas de dépassements de coût sont bien appréciés mais comme ils n'affectent pas les principes régissant les prêts bancaires sans recours, ils sont décrits dans la rubrique suivante ("Partage des risques" aux paragraphes 78 et suivants).

I) Capital initial

10. Notion de capital. Les commentaires effectués lors de la présentation du premier mode de financement sous la rubrique "Mise en capital" et concernant tant le capital social que les obligations convertibles restent valables pour ce mode de financement 2.
11. Rémunération. Quelles que soient la qualité et la taille des actionnaires, une politique de rémunération doit être admise par avance. Il est également nécessaire de s'assurer que tous les actionnaires sont traités de la même manière.
12. La rémunération consiste à distribuer 10 % du revenu net annuel et à y ajouter une participation aux revenus résiduels après service de l'ensemble de la dette. Sur une telle base, le taux interne de rentabilité pendant la vie du projet est de 21,6 % pour les investisseurs (il varie de 18,5 % à 22,2 % dans les divers scénarios de sensibilité étudiés à la section C du chapitre 5).
13. Etant donné les hypothèses conservatrices retenues pour le trafic et les tarifs, il devrait y avoir quelques revenus excédentaires. Tout revenu dépassant le niveau nécessaire pour satisfaire le service de la dette est partagé entre les prêteurs sans recours, les obligataires, les actionnaires et les porteurs d'obligations convertibles selon la clé de répartition suivante :

- Prêteurs sans recours : 20 %, jusqu'à un maximum de 2 % de l'encours des prêts sans recours
- Obligataires : 30 %, dans la limite de 5 % de l'encours des obligations
- actionnaires et porteurs d'obligations convertibles : 50 %, sans limite, mais il est possible que les prêteurs et obligataires souhaitent imposer un ratio de distribution :
 - 60 % distribuable (c'est-à-dire autant que la part allouée aux obligataires)
 - 40 % reportable à nouveau.

En cas de revenus excédentaires, les actionnaires peuvent préférer affecter leur part à un remboursement accéléré de la dette.

14. Il est recommandé d'offrir aux actionnaires potentiels des avantages fiscaux comme ceux exposés dans leur grande ligne au paragraphe 29 de la Section A du Chapitre 5.
15. Sources et montant. Le montant du capital est de 540 millions de livres sterling, soit 393 millions de livres sterling en termes de 1983. Si l'on tient compte du risque dû au fait que les autres moyens de financement ne sont pas engagés dès le début, il est peu probable que le secteur privé suive facilement dans ce genre d'investissement. On peut cependant rétorquer qu'au moment où on aura besoin de capital, les résultats de la phase de développement et les premières réactions des marchés financiers seront déjà connus et que les actionnaires potentiels auront alors quelque idée de l'appétit des marchés pour un tel projet.
16. En France, on pourrait mettre à contribution un certain nombre de sociétés nationalisées, d'établissements publics et même d'institutions à vocation régionale ; on pourrait ainsi lever un montant de l'ordre de 2 milliards de francs (en francs de l'année 1983) auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations, des banques, de la SNCF, de la Région Nord-Pas de Calais, des Départements, des Chambres de Commerce et peut-être de quelques sociétés industrielles.

Actuellement, le gouvernement français n'entend pas utiliser de fonds émanant du budget de l'Etat.
17. Du côté britannique, la situation semble quelque peu différente. Non seulement lever des capitaux privés, compte tenu des risques en cause, pose le même problème qu'en France, mais de surcroît l'introduction de fonds publics est repoussée par l'actuel gouvernement.

18. Dès que l'achèvement du tunnel semblera proche, une ouverture plus grande du capital peut être envisagée tant en France qu'en Angleterre. Les montants offerts à la souscription doivent alors être similaires dans chaque pays et un droit préférentiel de souscription donné aux anciens actionnaires afin d'éviter une dilution de leur investissement. Ces fonds supplémentaires pourraient permettre d'accélérer les remboursements ou couvrir une partie des surcoûts éventuels.
19. Existence d'un élément de risque quant à la syndication. La façon la plus sûre d'attirer des capitaux privés serait d'obtenir l'engagement des gouvernements ou de la CEE de rembourser les actionnaires si le projet venait à être annulé faute d'avoir pu réunir les financements bancaires nécessaires. Cependant un tel engagement pourrait entraîner le risque que les banques soient moins disposées à fournir des financements sans recours car elles pourraient s'imaginer que leur refus entraînerait simplement les gouvernements ou la CEE à accorder un soutien total au projet. D'un autre côté, il est permis de penser que le large soutien accordé par les gouvernements permettra d'accroître le ferme désir des banques de prêter des fonds.
20. La seconde méthode de financement donne aux gouvernements ou à la CEE, jusqu'à ce que le prêt bancaire soit engagé, la liberté de choisir d'aller de l'avant ou d'abandonner le projet en versant une compensation aux investisseurs en cas d'échec de la syndication du prêt bancaire dû à des circonstances bien déterminées. Dans les autres situations, un abandon, sans remboursement des investisseurs peut avoir lieu, même si le projet est encore jugé viable d'après le test de remboursement. Ce risque limite sans doute la probabilité d'attirer des capitaux d'investisseurs privés.
21. En effet, il est proposé dans ce mode de financement 2 que :
- a) les investisseurs puissent demander aux gouvernements ou à la CEE un remboursement au pair de leur capital, à la condition que le montant du prêt bancaire visé ait pu dépasser tout de même un certain seuil prédéterminé mais que la syndication ait échoué. En pareille circonstance, les gouvernements ou la CEE ont le choix :
 - i) soit d'abandonner le projet et de rembourser les investisseurs,
 - ii) soit de le poursuivre et de fournir une garantie qui permette de satisfaire les besoins de financement supplémentaires.

Si la syndication a réussi, les gouvernements ou la CEE n'ont pas le droit d'abandonner.
 - b) Si les prévisions de revenus se détériorent au point que le montant du prêt bancaire qui peut être remboursé par les revenus prévisionnels pendant la durée du prêt, est inférieur à un seuil prédéterminé, les gouvernements, ou la CEE, peuvent choisir :
 - i) soit d'abandonner le projet sans rembourser les investisseurs,
 - ii) soit de le poursuivre, quitte à lever un montant plus faible auprès des banques et donc à admettre qu'ils doivent accorder globalement un soutien plus important.

22. Bien entendu, il est nécessaire de s'entendre sur la base de calcul conduisant à ce seuil prédéterminé du prêt bancaire. Ce montant est défini comme étant égal à la valeur nette actualisée des revenus prévisionnels durant la vie du prêt, calculée au moment de l'engagement des investisseurs, après déduction du montant du capital à verser par ceux-ci. Dans le cas de base, il est de 2 594 millions de livres sterling (3 494 millions de livres sterling au départ, moins 540 millions de livres sterling correspondant aux fonds versés par les investisseurs).

23. Afin de minorer à la fois :

- le risque d'échec de la syndication du prêt bancaire, pour les gouvernements ou la CEE, et

- le risque d'abandon prématuré du projet, pour les investisseurs,

il est proposé de chercher à obtenir, auprès d'un groupe de grandes banques impliquées dans le financement, un montant minimum de fonds sur la base de leurs "meilleurs efforts". Cet engagement de la part de 20 à 30 établissements pourrait couvrir environ 1,5 milliard de livres sterling. Un engagement d'une nature plus ferme, une confirmation de crédit, pourrait être demandé aux mêmes banques et pour les mêmes sommes à la condition que l'équilibre économique du projet ne se détériore pas et que le risque géologique soit acceptable. Une telle confirmation entraînerait le paiement d'une commission spéciale lors de la signature du prêt.

24. Une telle procédure :

- laisse le risque économique aux actionnaires,

- fait porter aux gouvernements ou à la CEE le risque de syndication ; celui-ci est atténué par l'engagement pris sur la base des "meilleurs efforts" ou par la confirmation de crédit émanant d'établissements bancaires ainsi que par la probabilité de réactions positives des banques si les conditions économiques ne se détériorent pas avant,

- assure qu'il y aura suffisamment de fonds pour compléter le plan de financement dès que le montant requis du prêt syndiqué est obtenu.

II) Le prêt bancaire sans recours

25. Afin que le prêt sans recours soit acceptable pour les marchés bancaires, sa durée initiale est limitée à 15 ans.

26. L'année de son engagement est fondamentale car elle détermine :

- a) le moment auquel les prêteurs sont disposés à prendre le risque géologique,

- b) le nombre d'années de revenus qui peuvent être pris en compte pour calculer le montant du prêt sans recours.

27. Bien qu'un risque géologique demeure au moins jusqu'à la fin des opérations du forage des tunnels principaux, il est très probable que l'achèvement de la galerie de service confirme la faisabilité technique du projet.

Les études de la phase préliminaire de développement et l'état d'avancement des travaux au cours des deux premières années de construction sont de toute évidence des points cruciaux et pendant cette période il convient d'examiner si les banques peuvent et veulent bien accepter le risque géologique à ce stade de construction. Le concept du risque géologique recouvre tout problème technique qui surviendrait pendant la construction du tunnel et qui pourrait entraîner l'annulation du projet ou bien des dépassements de coût et retards tels que le projet en deviendrait non rentable ou les délais de remboursements inacceptables.

28. Dans le second mode de financement, il a été admis par hypothèse qu'une partie du risque géologique est prise début 1988 (la construction débutant en 1986) parce que :

- a) il est espéré qu'une portion suffisante de la galerie de service et des tunnels principaux est alors creusée, ce qui devrait assurer que les marchés sont alors en mesure d'avoir pleine confiance dans la faisabilité technique et les coûts prévisionnels de construction actualisés ;
- b) il aura été prouvé que la coordination de la construction est maîtrisée.

A ce stade, le capital initial a été dépensé et afin de limiter la durée du prêt bancaire à 15 ans, son montant est fixé à un niveau égal à 10 années de revenus prévisionnels. Ainsi, un partage de risque entre toutes les parties est créé.

29. Le montant maximum de l'encours du prêt sans recours est calculé à partir de la valeur actualisée* du flux des revenus nets prévisionnels jusqu'à la dixième année incluse après l'achèvement de l'ouvrage, moins les 10 % affectés à la rémunération des investisseurs. Cela donne dans le cas de base un montant maximum de 3 494 millions de livres sterling. La somme utilisable au cours d'une année quelconque tient compte des intérêts intercalaires et du ratio de couverture qui est un moyen de contrôler le montant du prêt sans recours à la lumière des prévisions de revenus.

(millions de livres sterling)

1988	1,118
1989	1,264
1990	1,427
1991	1,613
1992	2,279
1993 (ouverture)	2,575
1994	2,910
1995	3,494

Se reporter au développement sur le "partage des risques" (paragraphe 52 et suivants) pour de plus amples considérations sur la dette bancaire sans recours.

* "Net Present Value"

30. Pour les besoins du calcul, l'intérêt du prêt sans recours est fixé à 13 % par an, soit un taux d'inflation de 9 % plus un différentiel de 4 %. Il s'agit d'un chiffre global utilisé pour les calculs et qui est sensé inclure entre autres la marge réelle ainsi que les commissions qui seront prélevées au moment où l'on montera ce prêt.
31. Chaque tirage doit respecter le montant maximum autorisé figurant ci-dessus et la totalité des tirages est elle-même limitée par les ratios de couverture.

Toutefois, dès lors qu'il est accepté de prêter une certaine somme, il n'est pas possible de demander la réduction de l'encours. Des prévisions de revenus doivent être effectuées aux dates auxquelles il est prévu de modifier le ratio de sécurité, c'est-à-dire en 1992 et 1995 ; cependant il est toujours possible d'effectuer des prévisions complémentaires à d'autres moments. Elles peuvent servir à augmenter les tirages du prêt sans recours à l'intérieur du montant maximum engagé initialement.

32. Il sera effectué un paiement d'intérêt complémentaire au titre du prêt sans recours au cas où les revenus excéderaient ceux qui sont nécessaires au service de la dette résultant du plan d'amortissement (voir le paragraphe 13 se rapportant au partage des revenus excédentaires).

III) Autres instruments de financement

33. Etant donné que le prêt sans recours est assujéti à des limites de montant et de durée, d'autres moyens de financement doivent être mis en oeuvre afin de satisfaire les besoins de financement.
34. Même avec le capital initial de 540 millions de livres sterling, les revenus des premières années d'exploitation ne suffisent à couvrir l'intégralité de la charge des intérêts dans aucun des scénarios de trafic examinés. Cela met en valeur la sensibilité du projet à la masse des intérêts intercalaires pendant la période de construction et les premières années d'exploitation. De plus, comme il est essentiel que les prêteurs sans recours aient une priorité sur le flux des revenus, il serait utile de disposer d'un instrument qui permette de retarder le règlement des intérêts. Dans les calculs, il a été admis qu'il serait disponible pendant tout le projet. Il s'agit des obligations indexées.

1) Emprunt obligataire indexé

35. Les caractères essentiels de ces obligations sont les suivants :

- Echéance :

15 à 20 ans, avec un remboursement "in fine". Il est aussi possible d'autoriser un amortissement anticipé après une période minimum d'environ 10 ans. Normalement, de telles obligations sont souscrites par des trésoriers ou des particuliers intéressés par l'ensemble des modalités de rémunération offertes et capables de prévoir leurs besoins financiers plusieurs années à l'avance. Tout amortissement anticipé décidé unilatéralement par l'entité emprunteuse risque d'affecter la stratégie des investisseurs. D'où l'exigence d'une franchise minimum qui est destinée à protéger l'investisseur et non l'emprunteur.

- Montant :

Etant donné la capacité annuelle des marchés mondiaux pour les obligations de toute nature, y compris les euro-marchés et les marchés domestiques étrangers (dans la mesure où de telles émissions y sont autorisées pour des emprunteurs non-résidents), on estime qu'il est possible pour un même emprunteur d'émettre annuellement l'équivalent de 325 millions de livres sterling en valeur 1983 (500 millions de livres sterling en termes de 1988) par an. Par mesure de simplification, il pourrait être décidé de faire des émissions sur le marché français pour un tiers, sur le marché anglais par un autre tiers et de trouver le solde sur d'autres marchés. Un chiffre annuel fixe de 500 millions de livres sterling a été retenu pour les calculs sans qu'il soit ajusté en raison de l'inflation.

Le recours à ces obligations est limité au montant non couvert par le capital initial et le prêt sans recours, c'est-à-dire dans le cas de base à 916 millions de livres sterling en monnaie courante, s'étalant sur deux ans.

Sous réserve des contraintes résultant des montants maximum qu'il est possible d'émettre chaque année, ces obligations sont utilisées avant le prêt sans recours afin de minorer les intérêts capitalisés et donc le volume global à financer tout en tenant compte du montant fixé pour le prêt sans recours. Cet élément ne devrait pas modifier quoi que ce soit au principe du partage de risques.

- Rémunération/prime de remboursement :

La rémunération sera calculée en indexant le principal pendant la vie de l'emprunt sur le taux d'inflation annuel du pays dont la monnaie est utilisée dans l'émission (et en y ajoutant une marge, si c'est nécessaire, pour refléter les conditions du marché). La valeur des obligations s'accroît ainsi chaque année et le prix de remboursement inclut par le jeu d'un calcul d'intérêts composés le produit de l'indexation pendant la vie des obligations.

Tout au long des calculs, le taux de capitalisation retenu est celui de l'inflation sans marge. Il est cependant admis que le taux réellement utilisé reflètera les conditions du marché au moment de chaque émission et qu'il peut donc être nécessaire d'inclure une marge au-dessus du taux annuel d'inflation.

- Clause participative :

Les porteurs d'obligations participeront au partage des revenus excédentaires ainsi qu'il est expliqué au paragraphe 13.

- Garantie :

Etant offertes au public, ces obligations doivent être assorties d'une garantie de première qualité. Cela implique essentiellement une garantie des Etats ou de la CEE ou, si ce devenait possible en Grande-Bretagne comme cela l'est en France par un nantissement des contrats d'utilisation à long terme signés par les sociétés ferroviaires avec la société exploitante. Une garantie émanant du syndicat des banques qui prêtent sans recours pourrait également être utilisée à l'intérieur des limites de montant et d'échéance ayant fait l'objet de leurs engagements. Dans cette dernière éventualité il y aurait une réduction corrélative du montant de prêt sans recours, l'engagement total sans recours demeurant le même.

36. Commentaires sur la capacité des marchés pour les obligations indexées.

- a) Le marché obligataire réagit de façon différente dans chaque pays. Une telle réaction dépend du régime fiscal et des hypothèses d'inflation pour les années à venir. Sur ce dernier point, certains pays répondront de façon plus favorable que d'autres, quel que soit le niveau d'inflation. Il peut être avancé que par rapport aux estimations indiquées au paragraphe précédent les virtualités de certains marchés domestiques risquent d'avoir été sous-estimées, comme en France, tandis que celles d'autres marchés ont pu être sur-estimées, comme les euro-marchés obligataires.
- b) Si un tiers des obligations étaient émises en France ou en Grande-Bretagne, cela représenterait dans les deux cas moins de 1 % du montant total des obligations émises en 1982.
- c) De telles obligations indexées qui évitent les sorties de trésorerie pour payer les intérêts sont particulièrement utiles pour l'emprunteur et le souscripteur lorsqu'il y a beaucoup d'inflation ; elles sont relativement moins intéressées lorsque l'inflation peut être maîtrisée en permanence à un faible niveau.

37. L'émission d'obligations indexées et convertibles pourrait être également étudiée. Mais cela créerait quelques difficultés notamment au niveau :

- de la dilution du contrôle pour les actionnaires
- de la fiscalité
- de la fixation d'un prix de conversion alors que l'on manquerait de cours de référence si les actions ne sont pas cotées.

38. Le groupe de banques est conscient des problèmes que ce type d'obligations peut créer au Trésor dans les pays concernés. Elles entraînent :

- un traitement fiscal spécial de la rémunération qui s'y attache ainsi que des plus-values ;
- une autorisation, puisque la base de l'indexation est un indice général de prix reflétant l'inflation.

39. Ces obligations sont très importantes pour ce mode de financement car elles entraînent dans le cas de base une économie d'environ 693 millions de livres sterling par rapport au montant réel de l'encours en 1997, année où la dette culmine. L'économie réelle en termes d'intérêts capitalisés est même de 1 692 millions de livres sterling car sans cela il faudrait lever plus d'emprunts. C'est pourquoi d'ailleurs l'autorisation d'émettre de telles obligations serait tout aussi valable dans le premier mode de financement.

40. Ces chiffres sont calculés en tenant compte des obligations indexées, ce qui donne un encours d'endettement qui culmine en 1997 (voir le paragraphe 49). 916 millions de livres sterling d'obligations indexées sont émises en 1988 et 1989, ce qui conduit à un encours de 1 915 millions de livres sterling en 1997. Si les obligations indexées étaient remplacées par un prêt garanti ou des obligations à 13 % d'intérêt par an, la valeur de l'encours de pointe serait de 2 608 millions de livres sterling en 1997. D'où une économie par rapport au niveau réel de l'encours de la dette en 1997 de 693 millions (soit 2 608 millions de livres sterling moins 1 915 millions de livres sterling) et une économie de tirages effectués jusqu'en 1997, due aux intérêts capitalisés, de 1 692 millions de livres sterling (soit 2 608 millions de livres sterling moins 916 millions de livres sterling). Si les obligations indexées étaient remplacées par un prêt avec recours ou des obligations à 13 % d'intérêt par an, instruments qui ont un rang moins privilégié que le prêt sans recours dans l'affectation prioritaire des revenus, les intérêts de ces obligations continueraient à être capitalisés jusqu'en 2003 (c'est-à-dire après remboursement du prêt sans recours).

Dans un tel scénario, la valeur maximum des obligations serait de 5 429 millions de livres sterling en 2003, à rapprocher des 3 211 millions de livres sterling en 2003 pour les obligations indexées. Ainsi, la véritable économie due aux obligations indexées est de 2 218 millions de livres sterling (soit 5 429 millions de livres sterling moins 3 211 millions de livres sterling). Ce montant total d'économie de tirages due à la capitalisation des intérêts jusqu'en 2003 est de 4 513 millions de livres sterling (soit 5 429 millions de livres sterling moins 916 millions de livres sterling).

41. Si leur émission n'est pas autorisée ou si, bien qu'autorisée il n'a pas été possible d'en placer tout le montant, il faudra alors lancer des obligations classiques portant un intérêt normal pour combler le besoin résiduel de financement, et avoir recours à un nouvel instrument financier garanti pour faire face au paiement des intérêts de ces obligations. Comme il a été signalé ci-dessus, cela représenterait au total un montant maximum d'endettement supplémentaire de 4 513 millions de livres sterling. Cependant, si cette émission d'obligations classiques était rendue nécessaire par suite de l'absence d'autorisation d'émettre des obligations indexées, elle entraînerait un coût supplémentaire de 2 218 millions de livres sterling pour le projet et le remboursement final des financements avec recours serait différé de 2 à 3 ans.
42. Il est par ailleurs vraisemblable que d'autres emprunteurs, qui sont aux prises avec des projets similaires puissent être intéressés par cet instrument financier mais les pouvoirs publics pourraient l'autoriser dans le seul cadre du Traité s'ils désiraient éviter de créer un précédent dont pourraient se prévaloir d'autres emprunteurs.

2) Prêt bancaire avec recours

43. Dans les hypothèses retenues pour le cas de base, le capital social couvre toutes les dépenses jusqu'au début de l'année 1988, date à partir de laquelle les obligations indexées et le prêt sans recours sont utilisés. Le paragraphe 29 donne des précisions sur l'existence d'une partie sans recours pour le prêt bancaire, mais les besoins de fonds pour les investissements des années 1991 et 1993 excèdent ces limites et on a besoin d'autres moyens de financement.
44. Cette insuffisance de financement peut être comblée par un prêt avec recours, garanti par les gouvernements ou la CEE, qui atteigne un montant maximum de 868 millions de livres sterling dans le cas de base. Pratiquement, les prêts avec et sans recours seraient syndiqués ensemble au sein d'un concours global de 3 494 millions de livres sterling (tout au moins dans le cas de base), dont une partie serait sans recours et l'autre avec recours mais destinée à être convertie en prêt sans recours en totalité deux ans après le début de l'exploitation.
45. Si les banques ne prennent pas en charge le risque géologique avant l'achèvement de la galerie de service, tous les prêts bancaires avant cette date seront avec recours et convertis ultérieurement en prêts sans recours, selon les contraintes dues aux ratios de couverture.
46. Pour les besoins des calculs, l'intérêt du prêt avec recours est le même que celui du prêt sans recours, c'est-à-dire le taux d'inflation de 9 % plus un différentiel de 4 %. C'est là un montant global qui représente le coût total de l'argent. Il ne préjuge pas d'une estimation définitive de la rémunération des prêteurs.

IV) Illustration du cas de base

47. Les trois tableaux suivants montrent le plan de financement, un état des encours de la dette et le plan d'amortissement en se situant dans le cadre du cas de base pour l'investissement et en prenant une hypothèse de trafic moyen. L'ouverture du tunnel a lieu en 1993.

48. Plan de financement du cas de base

TRAFIC MOYEN/ESTIMATION DE BASE
(en millions de GBP)

	Début d'année	Investissement y compris matériel roulant	Capital appelé	Obligations indexées émises	Tirage du prêt avec recours (conversion) (1)	Tirage du prêt sans recours
Phase de préparation	1984	11)				
	1985	(13)				
	1986	(149)	176 (2)			
	1987	347	347			
Phase de construction	1988	629	17	500		112
	1989	865		416		449
	1990	735				735
	1991	555			508	47
	1992	411			(46) (3)	456
Ouverture	1993	271			271	0
	1994	0			(400) (4)	0
Fonctionnement	1995	-			(657) (5)	2 061

(1) Les tirages figurent en montants positifs. Les montants convertis figurent en montants négatifs, mis entre parenthèses. Cela inclut également les remboursements faits en 1993 et 1994 à partir des revenus.

(2) GBP 3 millions dans ce montant sont nécessaires pour couvrir les intérêts des sommes investies les années 1984 et 1985, et les GBP 176 millions couvrent les trois premières années d'investissement, soit 1984, 1985 et 1986.

(3) GBP 46 millions sont convertis sans recours par suite d'un changement de ratio de couverture.

(4) Le remboursement s'effectue avec 90 % des revenus de 1993, soit GBP 400 millions.

(5) GBP 206 millions sont tirés sur le prêt sans recours et GBP 451 millions proviennent des revenus (note 4).

49. Etat des encours du cas de base

TRAFIC MOYEN/ESTIMATION DE BASE

(en millions de GBP)

Année	Obligations indexées (incluant les inté- rêts capitalisés)	Prêt avec recours	Prêt sans recours	Encours total
1986				
1987				
1988	500		112	612
1989	961		576	1 537
1990	1 046		1 386	2 432
1991	1 141	508	1 613	3 262
1992	1 243	528	2 279	4 050
1993	1 355	868	2 575	4 798
1994	1 477	581	2 910	4 968
1995	1 610	-	3 494	5 104
1996	1 755		3 447	5 202
1997	1 913		3 330	5 243
1998	2 085		3 126	5 211
1999	2 273		2 817	5 090
2000	2 477		2 376	4 853
2001	2 700		1 777	4 477
2002	2 943		991	3 934
2003	3 208		-	3 208
2004	2 255			2 255
2005	1 077			1 077
2006	-			-

Note : Les montants des encours sont calculés après tirages faits dans l'année, mais avant capitalisation des intérêts et amortissements de ladite année.

50. Profil de remboursement du cas de base

TRAFIC MOYEN/ESTIMATION DE BASE

L'affectation des revenus (disponibles à hauteur de 90 %) au service de la dette se fait selon l'ordre de priorité suivant :

- intérêts sur le prêt sans recours
- remboursement du principal du prêt sans recours
- amortissement des obligations indexées (après capitalisation)

Le prêt avec recours est totalement converti en prêt sans recours en 1995 ainsi qu'il apparaît dans le plan de financement.

(en millions de GBP)

Année	Prêt sans recours		Obligations indexées	Revenu disponible
	Intérêts	Principal		
1995	454	47		501
1996	448	117		565
1997	433	204		637
1998	407	309		716
1999	366	441		807
2000	309	599		908
2001	230	786		1 016
2002	127	991		1 118
2003	-	-	1 242	1 242
2004			1 381	1 381
2005			1 177	1 530

Note : tous les remboursements sont supposés être réalisés en fin d'année. Les conséquences d'une insuffisance de revenus pour faire face à ce plan de remboursement sont étudiés aux paragraphes 81 à 85.

B. PARTAGE DES RISQUES

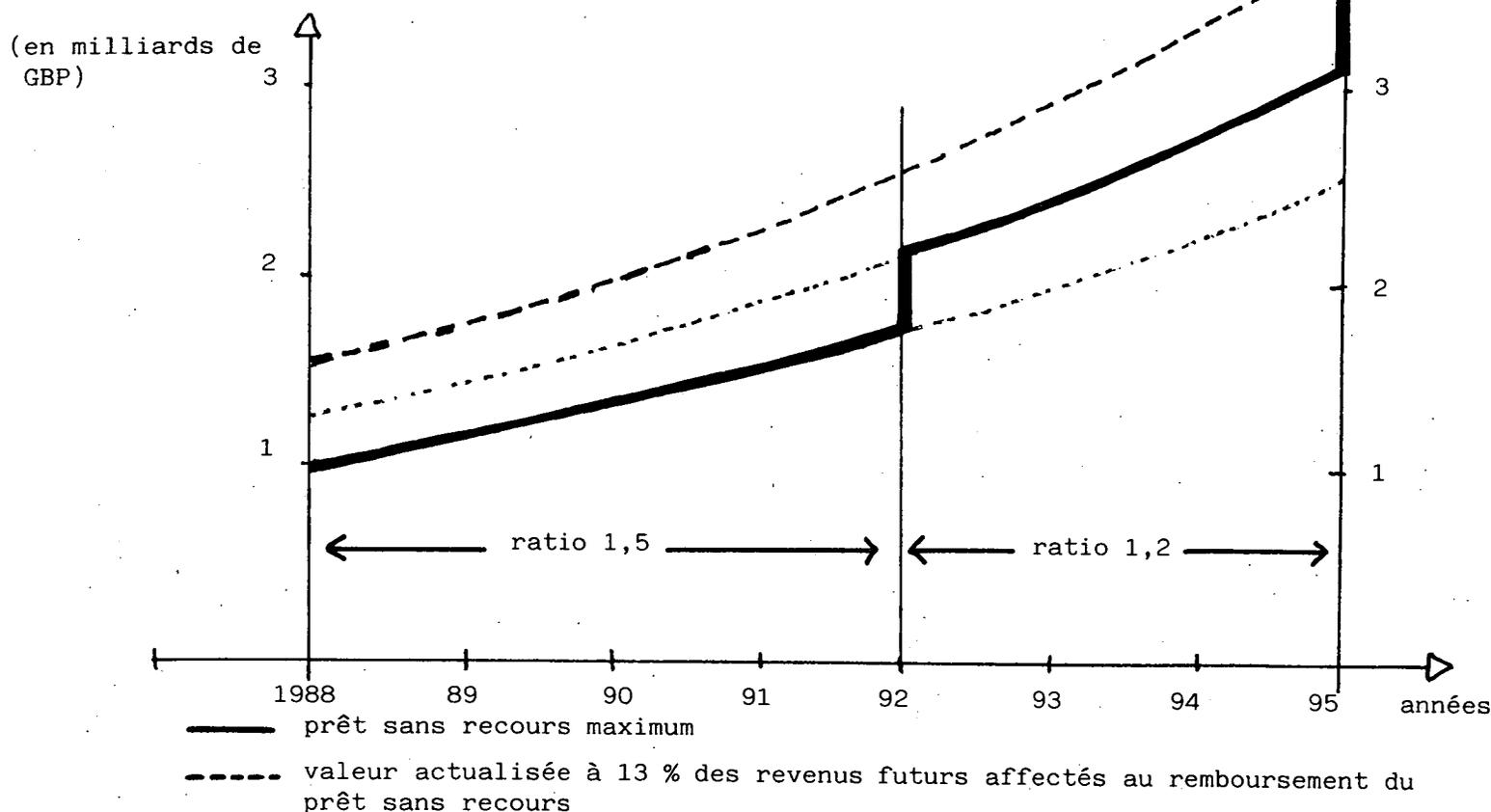
51. Ce schéma de financement effectue un partage de risque entre les garants extérieurs, les actionnaires et les prêteurs sans recours. Les deux principaux risques sont :

- le risque de trafic
- les risques d'achèvement, d'insuffisance de revenus et d'abandon.

I) Le risque de trafic

52. Le risque de trafic que les banques prennent est à la fois substantiel et de longue durée. Cette durée court pendant dix années d'exploitation, cette dernière devant commencer en 1993, soit 5 ans après que les banques se soient engagées. Il est impossible de prévoir avec certitude la croissance économique pendant une telle période et dans quelle mesure l'augmentation de trafic transmanche en dépend ; en outre les évolutions récentes montrent l'instabilité de ce trafic. Cela renforce l'attitude prudente que les banques ne manquent pas d'adopter. C'est pour cette raison qu'elles demandent des prévisions de trafic complémentaires réalisées par un expert indépendant qui a fait l'objet d'une désignation préalable.
53. Les prêteurs sans recours ont toujours besoin de fonder leurs raisonnements sur des hypothèses prudentes et appliquent aux prévisions de revenus un ratio de sécurité ou de couverture qui donne un certain apaisement contre les éléments imprévus, et plus particulièrement ceux qui peuvent altérer l'équilibre économique du projet.
54. Tandis que les revenus d'un projet de ressources naturelles diminuent avec le temps et peuvent même éventuellement être taris après un certain nombre d'années, la particularité d'un projet d'infrastructure est que les revenus qu'il génère ne sont pas limités, mais sont permanents et croissent. En outre, il est clair qu'une meilleure connaissance des caractéristiques du trafic transmanche et des tarifs devrait résulter d'études régulièrement entreprises par des experts indépendants.
55. Par conséquent, ce ratio de sécurité devrait pouvoir être progressivement réduit. Le marché bancaire pourrait accepter les ratios suivants :
- . à partir de 1988 : 1,5 (il n'y a pas lieu d'appliquer un ratio
(soit 5 ans avant le début de l'exploitation) avant le début du prêt sans recours)
 - . à partir de 1992 : 1,2
(soit un an avant le début de l'exploitation)
 - . deux ans après l'ouverture : 1

EVOLUTION DU MONTANT MAXIMUM
DU PRET SANS RECOURS AUTORISE
SUIVANT LES RATIOS



56. Normalement, on ne saurait recommander un ratio de couverture de 1 à un emprunteur ou à un prêteur. Il signifie pour tous deux un risque supplémentaire car tout retard de paiement peut entraîner une déchéance du terme. Cependant, dans les projets d'infrastructure, les indispensables marges de sécurité dues au temps qui s'écoule et au caractère conservateur des hypothèses retenues, permettent d'utiliser un ratio de couverture de 1 pendant un nombre d'années limité. Il serait néanmoins sage que l'emprunteur et les gouvernements demandent dès le départ aux prêteurs l'engagement d'accepter au moins deux ans de latitude dans la date d'échéance finale. En l'absence d'un tel engagement, la souplesse, s'il en faut, ne peut venir que de négociations conduisant à un refinancement.

57. Dans l'éventualité où il y aurait un retard de la date d'ouverture excédant un an, le ratio serait ramené à un chiffre intermédiaire de 1,3 en 1992 (au lieu de 1,2) et de 1,2 un an avant la nouvelle date d'ouverture prévue.

58. Ces ratios s'appliquent à tous les revenus nets prévisionnels (que l'on actualise pour s'assurer que l'on peut couvrir le paiement des intérêts) au cours d'une période de 10 ans après la date présumée d'ouverture, correspondant à la vie du prêt. Les revenus prévisionnels pendant ces 10 années remboursent le prêt sans recours. Les revenus ultérieurs seront utilisés pour couvrir le remboursement de tout encours de dette avec recours.

59. Si les revenus "rail" sont formellement garantis jusqu'à un certain seuil par les sociétés ferroviaires, un ratio de couverture de 1 peut s'appliquer à partir de 1988 au montant garanti.

60. Ces ratios peuvent sembler bas si on les compare à ceux utilisés dans des projets concernant des ressources naturelles mais en fait ils tiennent compte comme on l'a expliqué ci-dessus de la nature spécifique du présent projet.

a) Application des ratios de couverture aux revenus prévisionnels et conséquences sur les tirages sans recours autorisés

61. Dans ce mode de financement le ratio final de couverture de 1 est utilisé pour déterminer dès le départ le montant maximum du prêt bancaire engagé en 1988. Ce plafond est ensuite actualisé pour calculer ce qui reste disponible pour financer les investissements, le solde étant affecté à la couverture des intérêts capitalisés. La totalité du prêt n'est pas disponible en 1988 sur une base sans recours, mais elle le devient progressivement au fur et à mesure que le temps passe et que le ratio de couverture diminue.

62. De nouvelles prévisions de revenus sont faites chaque fois que le ratio de couverture change. La façon d'établir les prévisions de trafic et de tarifs est soigneusement mise au point pendant la phase de préparation, mais de toute façon, elle est l'oeuvre d'un expert indépendant désigné d'avance et acceptable pour les banques et l'emprunteur. Cette façon de faire des prévisions et le rôle de l'expert indépendant sont exposés dans l'annexe 1.

63. En outre, des prévisions actualisées auront lieu à la demande de l'emprunteur, des prêteurs et des garants. Les améliorations que l'on y constaterait n'auraient aucune incidence sur le montant total du prêt mais pourraient entraîner une conversion anticipée du prêt avec recours en prêt sans recours. Cependant si les prévisions s'avèrent moins bonnes que celles en vigueur, le profil des tirages de la partie sans recours du prêt sera affecté mais cela n'aura aucune conséquence sur les montants sans recours déjà tirés.

64. Au vu de toute prévision améliorée, l'emprunteur aura le droit de proposer aux banques prêteuses que les montants sans recours soient augmentés afin de faire face aux dépassements de coût éventuels. Il peut alors également sembler justifié que l'emprunteur demande une modification de la date d'échéance ou toute autre mesure adaptée aux circonstances de l'espèce. Toute augmentation entraînant une réduction des revenus excédentaires potentiels, l'accord de l'ensemble des parties est requis.

b) Cas où les revenus du rail et ceux des navettes sont distincts

65. En admettant qu'il puisse exister un contrat avec les sociétés de chemin de fer qui garantisse un niveau minimum de revenus, une variante possible au présent schéma de financement consisterait à ne fonder le montant du prêt sans recours que sur les seuls revenus des navettes et à se servir des revenus du rail pour le service des emprunts obligataires indexés dans la mesure où ils seraient garantis par les compagnies ferroviaires à hauteur d'un certain montant et pour un nombre d'années fixé d'avance. On appelle de telles obligations des obligations "indexées-rail". Le montant à émettre dépend du niveau de la garantie des compagnies de chemin de fer et du plafond d'émission annuelle de 500 millions de livres sterling.

Par rapport au schéma où les revenus du rail et des navettes ne font qu'un et où les obligations indexées ne servent qu'à combler le manque de financement au-delà du capital et des prêts sans recours, il apparaît que le rôle et la façon dont sont calculées les obligations "indexées-rail" sont largement différents. Elles ne financent aucun besoin résiduel. Leur montant est calculé en fonction du montant prévisionnel des revenus garantis du trafic-rail. Au cas où il y aurait une insuffisance de fonds, celle-ci serait couverte par d'autres moyens, parmi lesquels des obligations indexées normales.

66. Les obligations "indexées-rail" seront émises avec la garantie initiale des Etats ou de la CEE. Dès le début de la phase d'exploitation la nature de la garantie changera. Ce sont alors les compagnies ferroviaires qui garantiront pratiquement les obligations "indexées-rail". En effectuant une comparaison avec le schéma où tous les revenus sont mélangés, étant donné que les obligations-rail ne se bornent pas à couvrir une insuffisance de fonds mais sont égales au montant prévisionnel des revenus garantis du trafic-rail, elles appellent de plus amples garanties des Etats ou de la CEE pendant la construction. D'un autre côté, dès la mise en service du tunnel elles seront sensiblement diminuées, puisqu'elles seront remplacées par les revenus garantis du rail. Quant au montant du prêt sans recours, il est inférieur dans le schéma où les revenus sont distincts.
67. Il convient de noter que d'après la présentation comptable des besoins de financement du secteur public en Grande-Bretagne ("P.S.B.R."), tout contrat dit de "throughput" qui serait signé par British Rail augmenterait ces besoins. C'est pourquoi l'affirmation contenue dans le paragraphe précédent quant aux garanties étatiques ne s'applique pas au Gouvernement britannique dont l'engagement augmenterait même si la CEE était le garant pendant la phase précédant l'achèvement. En cas de contrat commercial, il en irait autrement. Cependant, un engagement purement commercial, même s'il porte sur un montant plus grand que celui de l'accord de "throughput" n'est pas une sûreté suffisante pour une émission d'obligations indexées. Des garanties complémentaires des gouvernements ou de la CEE seraient nécessaires (par exemple le paiement de commissions de passage même si le lien transmanche n'est temporairement pas en service).
68. Ainsi qu'il est indiqué dans les paragraphes 33-36 du chapitre 2 et le paragraphe 74 du chapitre 5 Section C, le groupe de banques a essayé de déterminer un tarif pour l'utilisation du tunnel par les sociétés ferroviaires qui soit équitable par rapport à celui demandé aux utilisateurs des navettes. On est cependant conscient que ce n'est pas forcément sur cette base-là que les sociétés de chemin de fer acceptent d'assurer un niveau de revenus garantis, même si pour sa part le groupe de banques a calculé les tarifs sur une base purement commerciale.

69. Il est probable que les points suivants ont des chances d'être une cause de dissension lors d'une négociation avec les sociétés ferroviaires concernant le seuil minimum de revenus garantis.
- a) des tarifs payés à la société transmanche qui soient en rapport avec le coût d'un tunnel unique de diamètre réduit et exclusivement ferroviaire, base sur laquelle les sociétés de chemin de fer pourraient appliquer leurs propres méthodes d'amortissement sur une longue durée.
 - b) le fait que les sociétés de chemin de fer affronteront directement la concurrence des navettes, particulièrement pour le fret.
70. D'un autre point de vue, les sociétés ferroviaires bénéficieront de la possibilité d'utiliser un double tunnel avec une capacité pratiquement illimitée sans investissement direct de leur part, si ce n'est pour leur matériel roulant. En outre, pour la première fois il y aura un système de transport direct pour le fret à longue distance à partir ou vers le Royaume-Uni.
71. En tout état de cause, si l'on doit retenir cette méthode de garantie des obligations indexées, il est nécessaire d'obtenir un accord entre les sociétés de chemin de fer et la société exploitante de l'ouvrage avant la mise en place du financement, cet accord portant à la fois sur :
- un niveau garanti de revenus
 - une satisfaction des exigences commerciales des sociétés ferroviaires
 - une gestion concertée des activités du rail et des navettes au sein de la société du tunnel.
72. Au cas où l'on substituerait à la garantie des gouvernements ou de la CEE celle des revenus du rail, il serait nécessaire que ces derniers ne souffrent aucune restriction et soient payables en toute circonstance, y compris si le tunnel ne fonctionne pas. C'est primordial si l'on veut que les investisseurs privés soient attirés par ces obligations et soient certains que les échéances d'amortissement seront respectées.
73. Les détenteurs d'"obligations-rail indexées" devraient considérer qu'elle sont pratiquement assorties d'une garantie de la SNCF et de BRITISH RAIL quoique leur "rating" puisse être abaissé en raison du remplacement des garanties formelles des gouvernements ou de la CEE par des contrats de "throughput", ce qui constituerait un concept nouveau.
74. Les revenus des navettes peuvent contribuer à accélérer le remboursement des "obligations-rail indexées" et celui de n'importe quel prêt avec recours une fois que celui du prêt sans recours l'aura été.
75. Cette modalité implique un aménagement des rapports entre la société emprunteuse et les investisseurs et prêteurs car elle a une incidence sur la répartition des revenus excédentaires au titre des clauses sur la participation.

II) Risque d'achèvement, d'insuffisance de revenus et d'abandon

76. Ces risques peuvent être définis à trois niveaux distincts :

- 1 - celui des dépassements de coûts
- 2 - celui de l'incidence des retards et d'un trafic plus bas que prévu
- 3 - celui de l'abandon du projet.

1) Couverture des dépassements de coûts

77. Les marchés financiers seront très sensibles à ce risque car il présente un caractère difficilement quantifiable. C'est pourquoi des mécanismes de couverture des dépassements de coût doivent être prévus avant d'approcher les marchés. Pour les besoins des calculs, les hypothèses de dépassement de coût représentent le doublement des coûts de forage et de pose des voussoirs, et un accroissement de 10 % de tous les autres coûts, plus un allongement des délais de 2 ans (à comparer avec les 2 047 millions de livres sterling et 8 ans de construction résultant, après actualisation, du cas central du Rapport des Fonctionnaires franco-britannique). Il est aussi admis que la totalité des dépassements de coût ne sont cernés qu'après l'engagement du prêt bancaire mais avant l'achèvement de la galerie de service. Ils sont financés au moyen d'obligations indexées.
78. Les possibilités de recourir aux assurances sont décrites dans la troisième partie de la Section C du Chapitre 5. Il sera fait un usage maximum des assurances et les consultations nécessaires auront lieu pendant la phase de développement. Il n'a été tenu aucun compte des assurances bien qu'elles puissent réduire l'intervention des gouvernements ou de la CEE.
79. En retenant le prix indicatif fourni au départ par les constructeurs, on peut établir un cas de base. Avant l'achèvement de la galerie de service, tout dépassement de coût intervenu ou discerné sera couvert soit par un accroissement des obligations indexées, soit par la mise en place d'un prêt avec recours complémentaire, bien que les garants puissent demander aux prêteurs sans recours d'accroître les tirages au titre de leurs concours jusqu'à un plafond résultant de l'application des ratios de couverture. L'engagement des gouvernements de donner leur soutien à l'émission d'obligations indexées ou à la mise en place de prêts avec recours supplémentaires devra être irrévocable. Si des financements à long terme sont recherchés, des obligations indexées sont préférables à un prêt bancaire avec recours. Cependant, la limite supérieure de cet engagement sera fixée en fonction du dernier test de remboursement, ce qui revient à dire que ce dernier devra être positif pour pouvoir appeler les gouvernements en garantie.
80. Lorsque le forage de la galerie de service sera terminé, le prix indicatif deviendra un prix quasi définitif car il ne devrait plus y avoir de problème géologique imprévu susceptible de provoquer des dépassements de coût ou des retards supplémentaires.

Un prêt stand-by, représentant environ 10 % du prêt maximum tel qu'il avait été déterminé initialement pourrait être disponible et doit être engagé sur une base avec recours au moment où l'on syndique le prêt bancaire. Il pourrait être tiré seulement après l'achèvement de la galerie de service pour couvrir les dépassements de coût imprévus. A l'instar du prêt principal, ce prêt stand-by pourrait être converti totalement ou partiellement sur une base sans recours dans la mesure où les ratios de couverture le permettraient, ou être refinancé afin de ne pas excéder la durée de 15 ans. Il faut cependant admettre que les commissions de montage d'un tel prêt stand-by représentent un accroissement de coût pour le projet et qu'il est possible que ce concours ne soit jamais utilisé. Au-delà, tout dépassement de coût supplémentaire implique un accord entre toutes les parties concernées pour lever des fonds.

2) Incidence des retards et d'un trafic inférieur au trafic prévu

81. Pour faire face à d'éventuels retards, il est demandé aux prêteurs sans recours d'accepter, lors de leur engagement initial, que les premiers amortissements puissent être différés de deux ans au plus. La date d'échéance finale ne sera pas forcément repoussée pour autant, sauf avec l'accord des prêteurs. Sachant que le point de départ des revenus sur lesquels s'applique le ratio de 1 sera alors lui-même repoussé, ce ratio s'appliquera à un volume de revenus calculé sur une période plus courte. Ce volume pourrait être moins important que celui qui était prévu mais cela n'aura pas d'influence sur les tirages sans recours déjà effectués.
82. Avant l'achèvement, le supplément d'intérêts capitalisés qu'il ne serait pas possible de couvrir au moyen d'un prêt sans recours serait à financer par des tirages sur un prêt avec recours. Les intérêts capitalisés sont alors traités comme le sont les dépassements de coût.
83. Pendant la construction, si l'on perçoit un trafic prévisionnel plus faible, il peut arriver que les encours des tirages sur le prêt sans recours excèdent son plafond autorisé tel qu'il résulte des dernières prévisions de revenus mises à jour. Si ce dépassement ne peut pas être résorbé par suite d'un prochain changement du ratio de couverture ou d'une nouvelle amélioration des revenus prévus, cela revient à admettre que le dernier ratio de 1 ne pourra pas être respecté. En ce cas, contrairement au cas décrit ci-dessus, le risque pour les banques est que la dernière prévision de revenus actualisés soit insuffisante pour rembourser les prêts avec et sans recours aux dates d'échéances normales.
84. Après achèvement, et à tout moment, si les revenus sont insuffisants pour assurer le service de la dette du prêt sans recours :
 - les intérêts devront être capitalisés et,
 - les banques devront accepter que le prêt ne soit pas remboursé à l'échéance finale.

Si les banques n'ont pas accepté lors de leur engagement de repousser de deux ans la date d'échéance, des négociations conduisant à un refinancement seront alors nécessaires.

85. Au cas où par suite d'un trafic inférieur aux prévisions, on ne pourrait pas rembourser la totalité des obligations indexées et du prêt avec recours, il serait nécessaire d'appeler les garanties. Cependant, il est bien plus probable que les encours d'obligations et de prêt seront refinancés pour s'adapter au flux des revenus. Pour de tels refinancements, il sera fait le plus grand appel possible à une seconde série d'obligations indexées. Si le niveau réel des revenus le permet, on remboursera par anticipation tout instrument de refinancement.

3) Abandon du projet

86. On admet que les gouvernements français et britannique dédommageraient les prêteurs et actionnaires en les remboursant immédiatement si le projet venait à être abandonné pour des raisons "politiques". La notion de risque politique couvre n'importe quel acte de gouvernement qui anéantirait l'équilibre du projet à tout moment de son existence.
87. Au cas où le risque d'abandon se matérialisait pour une raison autre que politique, la perte potentielle serait supportée au moment où cet événement surviendrait par toutes les parties concernées, c'est-à-dire les détenteurs du capital, les tiers garantissant les obligations indexées et le prêt avec recours, ainsi que les prêteurs sans recours.
88. Les situations d'abandon peuvent être constatées avant ou après l'achèvement de l'ouvrage, mais en ce dernier cas l'autorisation des gouvernements est nécessaire sauf s'il y a des raisons économiques évidentes pour une telle action.

Avant l'achèvement

89. Avant l'émission des obligations indexées et le tirage du prêt sans recours, le risque d'abandon pour des raisons de manque d'équilibre économique est supporté par les détenteurs du capital car les gouvernements ont la faculté d'abandonner le projet bien qu'il soit encore viable selon le test de remboursement final (se reporter à l'Annexe 2). La protection due à la garantie des gouvernements ou de la CEE couvre le risque de syndication au cas où les banques n'accepteraient pas de s'engager sur le montant du prêt bancaire recherché, et donc garantit les investisseurs contre les conséquences d'un abandon à condition que l'équilibre économique du projet permette au moins de tenter le montage d'un prêt bancaire qui excède un niveau pré-déterminé.
90. Une fois le prêt sans recours engagé, l'engagement des garants de couvrir l'émission d'obligations indexées et le prêt avec recours, y compris celui destiné aux surcoûts (voir paragraphe 79) est irrévocable. Le projet ne peut alors être abandonné que si des tests de remboursement prouvent qu'il n'est pas rentable. Voir également à cet égard le paragraphe 94 ci-après.
91. L'engagement des banques est irrévocable et n'est soumis qu'au test final de remboursement.

Après l'achèvement

92. Tant que le test de remboursement final reste concluant, l'emprunteur n'a pas le droit d'abandonner.
93. Des clauses de protection et de déchéance du terme seront insérées dans les contrats de prêt à l'instar de ce qui figure dans le premier mode de financement. La décision de les faire jouer appartient aux prêteurs, et dépend des obligations légales de l'emprunteur et des garants.

C. PRINCIPES GENERAUX DE MISE EN FORCE DU PLANa) Avant l'établissement de tout plan de financement

94. Il est admis que toutes les procédures ayant trait au partage de risque sont fixées dans le traité ou font l'objet d'autres accords, ainsi que celles concernant la structure juridique et l'organisation.

b) Mise en place du capital

95. La tâche préliminaire consiste à lever suffisamment de capital pour couvrir les frais de la phase de préparation et les coûts prévisionnels des deux premières années de construction, avec un ajustement tenant compte de la dérive monétaire. Ainsi qu'il a déjà été dit, ce montant est le même dans tous les scénarios, c'est-à-dire qu'il se situe autour de 540 millions de livres sterling (393 millions de livres sterling en termes de 1983).
96. Bien que les investisseurs s'engagent dès le départ à souscrire le capital, celui-ci est progressivement appelé en fonction du planning des dépenses et en vertu d'un accord entre actionnaires. Ces appels pourront être réglés dans des conditions pré-déterminées.
97. Comme condition préalable aux premières dépenses réglées avec le capital, il doit y avoir un accord entre les investisseurs et les gouvernements ou la CEE qui couvre les obligations des uns et des autres quant au risque d'échec de la syndication du prêt bancaire et celui d'abandon.

c) Avant l'engagement du prêt bancaire

98. Si des moyens de financement plus importants que ceux que l'on avait évalués à l'origine s'avéraient nécessaires, ils pourraient être mis en place et remboursables par l'émission d'obligations indexées ou la syndication d'un prêt bancaire. La base sur laquelle ces fonds seront fournis dépendra de leur montant, de l'état du projet, et des réactions attendues du marché pour la syndication du prêt principal.

99. Il est nécessaire d'avoir un état des besoins de financement s'appuyant sur des estimations de coût mise à jour. Il doit être préparé par les maîtres d'oeuvre et contrôlé par un conseiller extérieur indépendant. Les chiffres en résultant tiendront compte de tous les dépassements de coûts survenus ou prévus à cette date.
100. Une prévision de trafic mise à jour sera disponible et les niveaux estimatifs de ce trafic auront fait l'objet d'un accord. Ces éléments sont utilisés pour calculer le montant maximum initial d'engagement des banques, le profil initial des tirages du prêt sans recours et donc également celui du prêt avec recours ; ce calcul tient compte des intérêts intercalaires et donne le montant du prêt bancaire à syndiquer sur les marchés internationaux.
101. Avant la syndication, ou si la syndication du prêt bancaire n'est pas réussie, les gouvernements ont le choix de décider de poursuivre ou d'abandonner le projet. Sous certaines conditions, les investisseurs seraient alors remboursés (voir le paragraphe 21).
102. Les gouvernements peuvent décider de s'approprier le projet, conséquence de la mise en jeu de leur garantie. Cependant, les banques n'ont pas l'habitude de prêter des fonds sans recours à des entités détenues par des Etats et afin de ne pas risquer de faire échouer la mise en place du prêt bancaire principal, il serait alors demandé aux gouvernements, ou à la CEE, l'assurance spécifique de ne pas modifier les bases sur lesquelles le projet doit fonctionner, à la fois pour les conditions d'exploitation et la fixation des tarifs. Une telle assurance est nécessaire, car il est demandé aux banques de faire un prêt sans recours assorti d'un éventuel ratio de couverture de 1, et toute interférence dans la fixation des tarifs affecterait le flux des revenus servant au remboursement.
103. L'emprunteur et les gouvernements, ou la CEE, peuvent chacun différer la syndication du prêt bancaire et procéder d'abord à l'émission d'obligations indexées et au tirage d'un prêt avec recours. Une telle action aurait pour but d'éviter de réduire le montant initial du prêt s'il y avait d'importantes difficultés techniques. Cependant, une syndication retardée pourrait conduire à engager un montant de prêt plus important résultant de calculs faits plus tard et de la possibilité d'avoir un flux de revenus plus important ; cela peut également inciter les investisseurs et les gouvernements, ou la CEE, à préconiser de différer la syndication du prêt bancaire.

d) Condition préalable à remplir lors de l'engagement du prêt bancaire

104. En admettant que l'on obtienne un montant satisfaisant lors de la syndication du prêt, les gouvernements, ou la CEE doivent s'engager à :
- accorder leur soutien à l'émission d'obligations indexées pour couvrir la différence entre le montant du prêt disponible et les besoins d'investissement tels qu'ils ont été calculés. Il sera respecté une enveloppe annuelle maximum d'émissions de 500 millions de livres sterling par an. Tout besoin de fonds supplémentaire au-delà de ces émissions d'obligations indexées sera couvert par des prêts bancaires avec recours.

- accorder leur soutien à l'émission d'obligations indexées supplémentaires ou à des prêts avec recours pour faire face à tout dépassement de coût qui pourrait survenir ou être constaté, dans les limites permises par le test de remboursement.

En même temps qu'ils prennent cet engagement, leur garantie envers les actionnaires quant au risque de syndication devient caduque.

e) après l'engagement du prêt bancaire

105. Les procédures mentionnées aux paragraphes 98 et 99 se répèteront chaque année jusqu'à l'achèvement de la galerie de service. Toute modification dans les prévisions de revenus faite ultérieurement aura une incidence sur les tirages sans recours (voir les paragraphes 81 à 85). S'il y a une augmentation des besoins de financement, elle sera considérée comme un dépassement de coût (voir les paragraphes 77 - 80).
106. S'il y a un retard dans la construction, le ratio de couverture intermédiaire de 1,3 pourra prendre effet. Cependant, il n'y aura aucune modification de la méthode de financement bien que la possibilité de transformer un prêt avec recours en prêt sans recours ou de tirer sur ce dernier soit alors affectée.

f) après l'achèvement de la galerie de service

107. Les modalités décrites aux paragraphes 99 et 100 restent en vigueur, mais à ce stade, tous les principaux problèmes géologiques doivent être connus et il doit être alors possible de déterminer avec quelque certitude les besoins de financement définitifs et la date d'ouverture espérée.
108. Le prêt principal continue à être tiré et à être converti sans recours dans la limite des contraintes du ratio de couverture. Les dépassements de coût discernés avant l'achèvement de la galerie de service sont financés par d'autres émissions d'obligations indexées et par des prêts avec recours bénéficiant d'un soutien des gouvernements ou de la CEE. Toute augmentation imprévue des investissements après l'achèvement de la galerie de service est d'abord couverte par un prêt stand-by, et si ce n'est pas suffisant il sera nécessaire de chercher à accroître les prêts ou augmenter le capital. Il n'y a aucun engagement de qui que ce soit pour faire face à de telles situations et il conviendra que toutes les parties concernées prennent alors ensemble les décisions qui s'imposent.

g) au cours de la phase d'exploitation

109. Un déclin permanent des recettes par rapport à celles qui étaient espérées aurait des conséquences sur tous les instruments de financement (voir le paragraphe 84 pour le prêt sans recours et le paragraphe 85 pour les obligations indexées et le prêt avec recours).

D. ILLUSTRATIONS ET RESUME DES RESULTATS

110. Le résumé des résultats chiffrés pour chacun des instruments de financement (capital, obligations indexées, prêts avec et sans recours) et dans chaque scénario montre leur valeur maximum à la fois en monnaie courante et en valeur 1983, l'année de leur première émission (ou tirage) et leur date d'échéance.

Deux tableaux sont présentés, l'un pour les dépenses d'investissement dans le cas de base et l'autre pour les dépassements de coût. Chacun fait état de trois hypothèses de trafic, basse, moyenne et haute (les dépenses d'investissement et les hypothèses de trafic figurent au chapitre 5, section C, quatrième partie).

Dans tous les cas le prêt bancaire est engagé en 1988.

Les scénarios sont "statiques" dans la mesure où les hypothèses retenues pour calculer le plan de financement demeurent valables tout au long du scénario (c'est-à-dire celles concernant les investissements et le trafic).

Les scénarios sont "évolutifs" si les hypothèses varient au cours d'un scénario. Par exemple, un changement des dépenses d'investissement, qui passent du cas de base au cas de dépassement de coût pendant la période de tirage, est exposé dans la section portant sur l'application de la méthode de financement (partie 5B de la section C du chapitre 5).

Lorsque les scénarios sont statiques, il ne reste aucun prêt avec recours deux ans après l'achèvement du projet. Le prêt bancaire est remboursé en 2002.

111. Résumé des résultats 1983 - 2027
 (tous les chiffres sont en millions de livres sterling)

Coût de l'investissement : Estimation de Base

	BAS	TRAFIC MOYEN	HAUT
Taux interne de rentabilité du projet	16,2 %	17,6 %	18,1 %
<u>Capital</u>			
Montant total tiré	<u>540</u>	<u>540</u>	<u>540</u>
Valeur en termes de 1983	<u>393</u>	<u>393</u>	<u>393</u>
Valeur actuelle des revenus disponibles en 1983	<u>5742</u>	<u>7080</u>	<u>8147</u>
Rendement pour les investisseurs	20,0 %	21,6 %	22,2 %
<u>Obligations indexées</u>			
Montant émis	<u>1398</u>	<u>915</u>	<u>863</u>
Année de la première émission	<u>1988</u>	<u>1988</u>	<u>1988</u>
Montant émis (valeur 1983)	<u>841</u>	<u>572</u>	<u>541</u>
Valeur maximum	<u>4712</u>	<u>3208</u>	<u>3034</u>
Année où la valeur est maximum	<u>2003</u>	<u>2003</u>	<u>2003</u>
Année du premier amortissement	<u>2003</u>	<u>2003</u>	<u>2003</u>
Année du dernier amortissement	<u>2007</u>	<u>2005</u>	<u>2005</u>
<u>Prêt sans recours</u>			
Prêt sans recours maximum	<u>2810</u>	<u>3494</u>	<u>3619</u>
Année du premier tirage	<u>1988</u>	<u>1988</u>	<u>1988</u>
Montant maximum (valeur 1983)	<u>999</u>	<u>1242</u>	<u>1287</u>
Début d'année du prêt maximum	<u>1995</u>	<u>1995</u>	<u>1995</u>
Année du premier remboursement	<u>1995</u>	<u>1995</u>	<u>1995</u>
Année du remboursement final	<u>2002</u>	<u>2002</u>	<u>2002</u>
<u>Prêt avec Recours</u>			
Montant maximum	<u>675</u>	<u>868</u>	<u>868</u>
Année du premier tirage	<u>1991</u>	<u>1991</u>	<u>1991</u>
Montant maximum (valeur 1983)	<u>285</u>	<u>366</u>	<u>366</u>
Début d'année du prêt maximum	<u>1993</u>	<u>1993</u>	<u>1993</u>
Année de remboursement final ou conversion en prêt sans recours	<u>1995</u>	<u>1995</u>	<u>1995</u>

112. Résumé des résultats 1983 - 2027

(tous les chiffres sont en millions de livres sterling)

Coût de l'investissement : Dépassement des Coûts

	BAS	TRAFIC MOYEN	HAUT
Taux interne de rentabilité du projet	14,5 %	15,6 %	16,2 %
<u>Capital</u>			
Montant total tiré	540	540	540
Valeur en termes de 1983	<u>393</u>	<u>393</u>	<u>393</u>
Valeur actuelle des revenus disponibles en 1983	4821	6111	7188
Rendement pour les investisseurs	<u>18,5 %</u>	<u>19,9 %</u>	<u>20,6 %</u>
<u>Obligations indexées</u>			
Montant émis	3270	2691	2592
Année de la première émission	<u>1988</u>	<u>1988</u>	<u>1988</u>
Montant émis (valeur 1983)	1659	1428	1387
Valeur maximum	<u>9299</u>	<u>8008</u>	<u>7773</u>
Année où la valeur est maximum	<u>2003</u>	<u>2003</u>	<u>2003</u>
Année du premier amortissement	2003	2003	2003
Année du dernier amortissement	2011	2009	2008
<u>Prêt sans recours</u>			
Prêt sans recours maximum	2705	3329	3490
Année du premier tirage	<u>1990</u>	<u>1990</u>	<u>1990</u>
Montant maximum (valeur 1983)	809	996	1044
Début d'année du prêt maximum	<u>1997</u>	<u>1997</u>	<u>1997</u>
Année du premier remboursement	2002	2002	2002
Année du remboursement final	2002	2002	2002
<u>Prêt avec Recours</u>			
Montant maximum	754	945	973
Année du premier tirage	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1994</u>
Montant maximum (valeur 1983)	268	336	346
Début d'année du prêt maximum	<u>1995</u>	<u>1995</u>	<u>1995</u>
Année de remboursement final ou conversion en prêt sans recours	1997	1997	1997

113. Des chiffres figurant aux paragraphes 111 et 112, il apparaît que les prêts sans recours sont remboursés dans tous les cas en 2002, c'est-à-dire 15 ans après la date de leur engagement initial. Le prêt principal est totalement converti sans recours vers 1997 au plus tard, bien qu'en cas de déclin du trafic par rapport à ce qui était espéré au moment de son engagement, il puisse y avoir un retard dans sa date d'échéance finale. D'autres scénarios de sensibilité sont donnés dans la cinquième partie B de la section C du chapitre V.
114. Dans le pire des cas examiné ci-dessus (Trafic Bas et Dépassement des Coûts, toutes les obligations indexées sont remboursées vers 2011, c'est-à-dire en 24 ans. Il faut garder à l'esprit cependant que les remboursements ne commencent qu'en 2003, 16 ans après l'émission.
115. Les montants maximum et minimum pour les prêts sans recours sont respectivement de 3619 millions de livres sterling et de 2705 millions de livres sterling et pour les obligations indexées de 3270 millions de livres sterling et de 863 millions de livres sterling.
116. En rapprochant les dates de remboursement final des obligations indexées dans le cas de base et dans celui avec dépassements de coût, on constate qu'il y a dans ce dernier 3 à 4 ans de plus.
117. Comparé avec les cas où le trafic est moyen, le trafic bas entraîne un retard de 2 à 3 ans dans la date de remboursement final des obligations indexées.
118. Le rendement du capital investi par les investisseurs va de 18,5 % dans le pire des cas à 22,2 % dans le meilleur.
119. Dans le pire des cas combinant un trafic bas et des dépassements de coût, l'émission d'obligations indexées représente une économie totale de 5,2 milliards de livres sterling par rapport à l'émission de prêt avec recours ou d'obligations classiques à 13 % d'intérêt. L'économie totale due aux intérêts capitalisés jusqu'en 2003 (c'est-à-dire après remboursement du prêt sans recours) est de 11,2 milliards de livres sterling qu'il faudrait sans cela lever sous forme d'endettement supplémentaire. Toutes les dettes sont remboursées 10 ans plus tôt (2011 au lieu de 2021).

120. Les chiffres ci-dessus sont calculés en supposant que les revenus remboursent le prêt sans recours jusqu'en 2003 et que les intérêts des obligations sont capitalisés jusqu'à cette date. Ainsi, le montant maximum du prêt avec recours ou des obligations classiques est de 14,5 milliards de livres sterling en 2003, à comparer à 9,3 milliards de livres sterling pour les obligations indexées. L'économie réelle est de 5,2 milliards de livres sterling (soit 14,5 milliards de livres sterling moins 9,3 milliards de livres sterling). L'économie totale de tirage est de 11,2 milliards de livres sterling (soit 14,5 milliards de livres sterling moins 3,3 milliards de livres sterling qui est le montant d'obligations émis initialement).
121. En conclusion, il semble approprié de résumer les aspects du partage de risques de la seconde méthode de financement comme suit. Ce résumé est également repris dans le chapitre 7.

a) Investisseurs

Les investisseurs doivent accepter dès le départ la totalité des risques techniques et économiques. Leurs fonds sont utilisés au cours des deux premières années de construction.

Il peut s'avérer nécessaire de trouver pour les investisseurs une compensation à l'absence d'engagement initial des banques. Il est proposé que les investisseurs puissent demander aux Etats ou à la CEE de leur rembourser au pair leur mise de fonds si le montant du prêt bancaire dont on a besoin dépasse ce qui était prédéterminé et si sa syndication échoue.

Dans une telle situation, les gouvernements ou la CEE ont le choix :

- 1) soit d'abandonner le projet et de rembourser les investisseurs,
- 2) soit de poursuivre le projet et couvrir l'insuffisance de fonds en garantissant l'émission complémentaire d'obligations indexées.

Si les prévisions ayant trait à l'équilibre économique du projet montrent que les revenus attendus ne permettent pas d'assurer le service de la dette bancaire, du moins au niveau qui était envisagé initialement pour celle-ci, les gouvernements ou la CEE peuvent alors choisir soit d'abandonner le projet, soit de laisser le montant du prêt s'établir à un niveau plus faible tout en garantissant la couverture des besoins de financement non satisfaits. Toutefois, dans un tel cas les investisseurs ne sont pas en droit de demander le remboursement de leurs capitaux en invoquant la garantie de remboursement des Etats ou de la CEE, quand bien même le test de remboursement final serait positif.

b) Banques

Le mécanisme de leur prêt dérive des concepts utilisés dans les "financements de projets" appliqués aux ressources naturelles et aux industries de base. On peut penser raisonnablement que de tels concepts sont acceptables pour le marché bancaire, bien que :

- 1) l'application du principe de ratios de couverture soit adaptée à la spécificité de ce projet et,
- 2) l'on arrive à une situation encore extrême pour une syndication compte tenu des risques et des montants en cause.

Les banques doivent évaluer et accepter les risques techniques et économiques lors de leur engagement qui devrait avoir lieu en fin de deuxième année de construction quand tous les fonds des investisseurs ont été utilisés. Les banques bénéficient d'une marge de sécurité représentée par les ratios de couverture décroissants qui déterminent les montants maxima des tirages sans recours. Par conséquent, elles fournissent des fonds d'une manière qui permette une augmentation progressive des tirages sans recours à l'intérieur d'une limite globale ayant fait l'objet d'un engagement préalable. La proportion des autorisations de tirage sans recours comparée à la totalité du prêt bancaire devrait être de 66 % au début et atteindre 100 % deux ans après l'achèvement complet de l'ouvrage lorsque le ratio passe à 1.

Les banques prêteuses peuvent participer à une prise de risque complémentaire en cas de dépassements de coût encore imprévus au moment de l'achèvement de la galerie de service, sous forme d'un prêt stand-by avec recours d'un montant limité, dont tout ou partie peut être ensuite converti sur une base sans recours suivant les contraintes des ratios de couverture. Au-delà, la couverture de dépassements de coût supplémentaires est une question à trancher par toutes les parties concernées.

Le montant du prêt bancaire est ajusté au flux des revenus prévisionnels des 10 premières années d'exploitation et les banques ont priorité sur les revenus nets jusqu'à l'ultime échéance de leur prêt sans recours. Toute détérioration des revenus du projet par rapport à ceux qui étaient prévus et après application du ratio de couverture peut entraîner un retard dans la date d'amortissement final.

c) Gouvernements ou CEE

Les Gouvernements, ou la CEE, doivent également évaluer et accepter la totalité des risques économiques et financiers car ils sont impliqués dans un ensemble d'engagements financiers qui ne sont d'ailleurs valables que s'il est prouvé que la viabilité économique du projet peut être maintenue en permanence.

i) Dès le départ, les Etats, ou la CEE, s'engagent :

- 1) à garantir, dans des conditions fixées, le remboursement au pair du capital souscrit par les investisseurs. Cette garantie n'a plus d'objet dès que le prêt bancaire est syndiqué ;
- 2) ils s'engagent également à donner d'autres garanties et assurances en cas de succès de la syndication du prêt bancaire.

Avant l'engagement des banques, les Etats ou la CEE peuvent être amenés à devoir choisir entre l'abandon du projet ou son soutien au moyen de financements supplémentaires avec recours.

- ii) Lorsque la syndication du prêt bancaire est réalisée, les Etats ou la CEE donnent les assurances suivantes :
- a) Garantie d'une partie du prêt bancaire jusqu'à ce que l'application de ratios de couverture décroissants aux revenus prévisionnels régulièrement actualisés permette de convertir sans recours les tirages effectués avec recours. Cette garantie peut être limitée au tiers du prêt bancaire. Elle diminuera progressivement et disparaîtra 2 ans après l'achèvement.
 - b) Garantie du service de l'emprunt obligataire indexé à hauteur du montant que l'on pensait être nécessaire au moment de la syndication du prêt bancaire pour compléter le plan de financement.
 - c) Garantie du service de tout emprunt indexé supplémentaire nécessaire pour couvrir les dépassements de coût effectifs ou décelés avant l'achèvement de la galerie de service.
 - d) Garantie d'un prêt stand-by de montant limité afin de couvrir les surcoûts survenant après l'achèvement de la galerie de service. A un stade ultérieur, ce prêt stand-by peut être converti sans recours à l'instar du prêt principal en fonction des contraintes dues aux ratios de couverture. Tout dépassement de coût supplémentaire au-delà de ce montant peut conduire à d'autres engagements qui ne seraient en tout état de cause décidés qu'en coopération avec les investisseurs et les autres parties concernées.

Tous ces engagements portent sur des montants définis bien que la limite s'appliquant à la couverture des dépassements de coût survenant avant l'achèvement de la galerie de service ne soit fonction que du test dit de "remboursement final".

Les risques qu'il est proposé aux Etats ou à la CEE de prendre sont substantiels, mais la plupart des engagements pris par ceux-ci ont vocation à diminuer ou disparaître avec le temps et selon des conditions pré-déterminées. Par conséquent, la part de risque supportée par les Etats est considérée être moins importante que celle qu'ils prennent traditionnellement en finançant de grands projets d'infrastructure. Il est loisible de conclure que la seconde méthode de financement peut être acceptable par les banques prêteuses dans la mesure où leurs engagements face aux risques du projet sont liés à une connaissance progressivement améliorée des données économiques de celui-ci. Toutefois, à ce stade, il ne saurait être préjugé de son acceptabilité par les investisseurs, les Etats, ou la CEE.

ANNEXE IMETHODE EMPLOYEE POUR EFFECTUER LES PREVISIONS ET ROLE DE L'EXPERT INDEPENDANT

122. Dans la seconde méthode de financement, il est indispensable que les prévisions de trafic et de tarifs soient totalement acceptées par les investisseurs et les prêteurs car de telles prévisions sont à la base des calculs du montant maximum de la partie de prêt qui est sans recours. D'où le besoin de s'entendre de façon satisfaisante sur la manière de nommer un ou plusieurs experts indépendants qui préparent ces prévisions et d'accorder à ces dernières une valeur certaine.

A. LE BESOIN DE PREVISION DE TRAFIC ET L'EPOQUE DE LEUR REALISATION

123. Il y a un besoin de prévisions de trafic en quatre circonstances :

1. Pendant la phase de développement préliminaire, lorsque les banques du groupe d'études préparent les prévisions initiales de cash-flow.
2. Avant la syndication, lorsque les banques chefs de file déterminent la partie du prêt bancaire qui est sans recours, et appliquent le ratio de couverture pour faire ce calcul.
3. Chaque fois que le ratio de couverture change, afin d'autoriser un ajustement des tirages sans recours, et
4. A tout moment à la demande de l'emprunteur, des prêteurs ou des garants, à la condition qu'il n'y ait pas plus d'une prévision par période de 12 mois.

B. LA TACHE DE L'EXPERT

124. Toutes les parties intéressées, c'est-à-dire l'emprunteur, les prêteurs et les garants fixeront les fils conducteurs, l'objectif et les limites du rapport. Cela peut comprendre, par exemple, la préparation de scénarios particuliers en marge du cas central principal.

125. L'expert travaillera en étroite association avec un comité technique composé de l'emprunteur, des banques chefs de file, et si possible des garants s'ils sont connus. Il est espéré que chaque partie, et en particulier les gouvernements qui possèdent au sein de leur administration une bonne base de données statistiques, accordera à l'expert toute aide possible. D'une façon confidentielle, l'expert doit avoir accès à toutes les statistiques utiles.

126. Les méthodes utilisées par l'expert doivent être clairement expliquées aux diverses parties intéressées afin de leur donner l'assurance que les prévisions sont faites sérieusement et peuvent être facilement mises à jour de façon homogène.

C. CHOIX, NOMINATION ET REMPLACEMENT POSSIBLE DE L'EXPERT POUR LES TRAFICS

127. Etant donné le petit nombre d'experts potentiels qui sont à même d'effectuer des études sur le trafic transmanche, il faut reconnaître que le choix est limité.
128. Outre sa maîtrise des problèmes techniques des études de trafic, l'expert doit être indépendant. Pour certains d'entre eux, une telle condition peut être difficile à remplir en raison de leurs actionnaires qui peuvent avoir quelque intérêt direct ou indirect dans le lien transmanche, ou parce qu'ils ont déjà produit des études similaires pour des clients particuliers intéressés par d'autres moyens de transport transmanche. Dans cette dernière hypothèse, il s'agit plus d'un problème de confidentialité que d'indépendance.
129. Les diverses parties concernées par la nomination de l'expert sont l'entité (ou les entités) propriétaire de l'ouvrage, les investisseurs et prêteurs et les gouvernements français et britannique. Il peut être établi une procédure qui implique dans une certaine mesure toutes ces parties. L'Autorité Trans-Manche (voir le chapitre 6) sera chargée de la nomination sur recommandation des banques et après avoir sollicité l'avis des deux gouvernements.
130. Etant donné le grand nombre de banques qui participeront finalement au financement, elles seront représentées par les quelques banques faisant partie du groupe d'études de la phase de développement préliminaire. Elles sélectionneront les candidats possibles et en choisiront un, voire deux d'entre eux.
131. Les deux gouvernements seront consultés avant qu'une décision finale soit prise par l'ATM, bien que leur avis ne soit que consultatif.
132. Pour d'évidentes raisons de continuité, l'intention est d'avoir recours au même expert pendant toute la période de financement. Cependant, si pour une quelconque raison l'expert ne s'avère pas satisfaisant ou souhaite se retirer, il doit être remplacé. L'initiative d'une telle action revient à l'emprunteur, aux garants ou aux prêteurs, mais la décision elle-même est prise exclusivement par une majorité de banques. Elle est notifiée pour la forme à l'ATM.

D. LA VALEUR DES ETUDES DE TRAFIC ET SES CONSEQUENCES SUR LA METHODE DE FINANCEMENT

133. L'expert indépendant est rémunéré par l'ATM et rend compte à celle-ci ainsi qu'aux banques chef de file. Cependant, pour des raisons légales il est pratiquement impossible de ne pas informer la totalité de la communauté des investisseurs et prêteurs.
134. Le premier ensemble de chiffres sera préparé au début de la phase de développement. Même si des simulations nombreuses sont préparées, seul le cas central bancaire sera officiellement utilisé. Les banques chefs de file s'entretiendront avec l'expert des critères à utiliser et de la façon de présenter les résultats dans le rapport. Les mêmes critères seront employés lors des futures mises à jour des prévisions. Au moment où les concours seront syndiqués, il sera clairement expliqué aux banques invitées que la signature du contrat de prêt comportera implicitement l'approbation des méthodes utilisées pour les prévisions de trafic et par conséquent les contraindra éventuellement à accroître la partie sans recours de leur engagement dans les limites du plafond du prêt initialement engagé si les résultats des prochaines prévisions de trafic et de revenus font preuve d'une amélioration significative. Cependant, aucun accroissement de l'engagement total ne s'appliquera de façon automatique mais il dépendra de l'approbation formelle de toutes les banques.
135. En temps utile, il peut s'avérer nécessaire de modifier les méthodes et dans un tel cas les parties suivantes qui sont intéressées ont le droit de demander leur changement : l'expert, l'entité emprunteuse, le tiers garant, les banques chefs de file et peut-être le quart des banques qui participent au financement.
136. Si une telle modification est demandée, il sera constitué un comité technique comprenant les banques chefs de file et des représentants des banques participantes. La décision finale de faire un changement et de le présenter aux banques appartiendra à ce comité technique. Un changement nécessite l'accord de la majorité des banques.

E. PREVISIONS DE TARIF

137. Il convient d'éviter toute confusion entre la politique tarifaire et les prévisions de tarifs. La politique tarifaire appartient à l'ATM (voir le chapitre 6), y compris le gel ou l'augmentation des péages, les rabais et les tarifs différenciés selon les époques et heures de passages, etc..., alors que les prévisions de tarifs sont préparées principalement par les banques chefs de file. Cette composante du cash-flow est constituée par les péages appliqués aux prévisions de trafic, et le petit nombre de banques qui participe au groupe d'études pendant la phase de développement préparera une méthode qui sera appliquée plus tard par les banques chefs de file du consortium, en harmonie avec les points de vue de l'emprunteur et des garants.

138. Lors de la syndication, les banques chefs de file devront obtenir l'accord implicite des banques sur la manière d'établir les prévisions de tarif ainsi que sur celle des prévisions de trafic.
139. Les banques chefs de file devraient être à même d'obtenir suffisamment d'information des ministères concernés. Si elles peuvent avoir besoin d'experts extérieurs, elles pourront consulter un expert indépendant, et de préférence un autre que celui employé pour faire les prévisions de trafic car il peut être dangereux de reposer exclusivement sur un seul expert extérieur pour le trafic et les tarifs, c'est-à-dire pour les prévisions de revenus et par voie de conséquence pour l'établissement du plan de financement et la détermination des besoins ou de l'absence de besoin de garanties extérieures.
140. Les autres parties, c'est-à-dire l'emprunteur, les garants, les chefs de file et peut-être 25 % des banques auront également le droit de demander de consulter un expert indépendant. En un tel cas, le rapport de l'expert sera transmis au comité technique pour décision. Les membres du comité technique seront les mêmes que ceux mentionnés ci-dessus pour les questions de trafic.