

CHAPITRE 7

CHAPITRE 7

RESUME ET CONCLUSIONS

CHAPITRE 7 - RESUME ET CONCLUSION

1. Ce chapitre comprend les rubriques suivantes :

- A - Résumé général du Rapport
- B - Résumé du premier mode de financement
- C - Résumé du second mode de financement
- D - Comparaison des deux modes
- E - Conclusion.

A - RESUME GENERAL DU RAPPORT

Introduction

2. Le groupe franco-britannique pour le financement de la liaison transmanche a été formé en Août 1982. Il a reçu mission, par un échange de lettres avec les gouvernements français et britannique dont le texte est reproduit dans le préambule au Rapport, d'exposer aux gouvernements dans quelle mesure la construction d'une liaison fixe entre les deux pays pourrait être financée par les marchés des capitaux, en évitant si possible d'avoir recours à des garanties d'Etat. Cette mission a été complétée par un contrat avec la CEE élargissant l'étude aux instruments de financement communautaires et, plus généralement, aux problèmes de financement de projets d'infrastructure de transport en Europe, afin de déterminer l'importance de l'aide qui pourrait provenir de cette source européenne.
3. Le document de base sur lequel s'est appuyé le groupe de banques pour ses études est le rapport du groupe d'étude franco-britannique (GEFB) publié en Juin 1982.
4. a) Le présent rapport présenté par le groupe de banques comprend deux parties.

La première traite :

- des problèmes généraux d'un tel financement (chapitre 1),
- du marché transmanche - trafic et tarifs - (chapitre 2), et
- de l'analyse comparée, sous l'angle financier, des diverses solutions de lien fixe (chapitre 3)

Ces solutions sont celles qui avaient été initialement étudiées et qui sont exposées dans le rapport du groupe d'étude franco-britannique.

b) la seconde partie aborde :

- la capacité des marchés et les principaux instruments de financement envisagés (chapitre 4),
- deux modes de financement distincts appliqués à la solution de liaison fixe qui a eu la préférence du groupe de banques (chapitre 5),
- un schéma de structure juridique et administrative s'y rapportant (chapitre 6).

c) la troisième partie, qui est un supplément au Rapport, traite de façon spécifique des questions communautaires telles qu'elles ont été fixées par contrat le 21 Juin 1983 et tire certaines conclusions sur la possibilité d'impliquer la CEE.

5. Etant donné la nature complexe du projet, ce chapitre ne peut donner qu'un bref aperçu de tous les concepts qui y figurent. Il est recommandé de se référer aux chapitres précédents pour mieux saisir la nature et l'imbrication des questions qui se posent. C'est essentiel pour la bonne compréhension de tous les problèmes financiers et des montages exposés.

6. Il convient de rappeler l'avis figurant au début du présent rapport quant à la responsabilité que pourrait encourir le groupe de banques dans la préparation de celui-ci.

PREMIERE PARTIE

Chapitre 1 : Les problèmes financiers

7. Les grands projets d'infrastructure diffèrent des autres par bien des aspects particuliers. Les infrastructures ont vocation à servir longtemps. Les immobilisations nécessaires sont sources d'investissements coûteux qui engendrent normalement, moyennant de faibles charges d'exploitation, un flux stable de revenus sur lequel on peut compter pendant une longue période.

Pour de tels grands projets, il est malaisé de prévoir de façon sûre le prix de revient et les délais de construction. Quant aux revenus, dont la nature est facilement identifiable, leur évaluation est fondée sur des hypothèses détaillées d'utilisation et de tarif qu'il est nécessaire d'effectuer sur une longue période. Prendre des risques sur de vastes projets d'infrastructure n'est pas habituel pour les investisseurs et les banques prêteuses, qui sont les principales sources de financement, et qui ont finalement peu d'expérience en raison du rôle prédominant joué par les Etats dans de tels projets ces dernières décennies. Les capitaux à risques émanant des particuliers ne sont guère disponibles pour des montants importants.

8. Les éléments caractéristiques de la liaison fixe transmanche, à savoir sa longueur, sa durée de construction, son coût et en corollaire ses besoins de financement, sont exceptionnels, même si on les compare à ceux de projets financés sur les marchés privés et même s'ils bénéficient d'un soutien de la puissance publique. L'ouvrage présente des difficultés particulières s'il doit être financé dans une large mesure par des investisseurs privés et des banques avec des techniques bénéficiant de "recours limités"(1). Or c'est bien ainsi que la majeure partie, sinon la totalité du financement doit être faite pour respecter les impératifs que les gouvernements ont exprimés.
9. Ce projet représente plus qu'une simple amélioration du réseau d'infrastructure des transports existants. Il crée un lien important entre les pays membres de la Communauté Européenne.
10. Compte tenu de ces facteurs, il ne peut y avoir d'autres promoteurs naturels que les gouvernements français et britannique (et dans une moindre mesure la CEE), dont le rôle est primordial. De plus, les Etats doivent assurer une certaine protection du projet au moyen d'un traité, en particulier pour les situations d'abandon pour motif politique et les actes de gouvernement qui porteraient atteinte au projet.
11. Il est nécessaire de trouver un moyen terme entre les exigences des gouvernements et les contraintes des marchés financiers, notamment :
- un rapport entre le risque et le rendement qui permette d'attirer les investisseurs en dépit du caractère différé des revenus mais en tenant compte de la possibilité de les percevoir sur une longue période.
 - si le projet doit être financé "à recours limités", c'est-à-dire au moyen de concours s'appuyant sur la capacité du projet d'engendrer des revenus et non sur la qualité intrinsèque du bilan de l'entité qui emprunte, il faut démontrer :
 - . sa viabilité technique
 - . la vraisemblance de revenus suffisants
 - . sa conformité aux normes alors en vigueur pour la durée des concours envisagés.
12. Cette liste n'est en rien exhaustive. Les investisseurs et prêteurs exigent de surcroît qu'il y ait suffisamment de fonds pour mener le projet à son terme, et des garanties pour couvrir les dépassements de coût.

(1) On entend par là (prêts "sans recours" ou "à recours limité") une technique de prêt dont le service est assuré par les seuls revenus du projet, l'ensemble des risques -ou une partie seulement- étant à la charge des prêteurs.

Chapitre 2 : Le marché transmanche

13. Il est estimé que le marché transmanche croîtra régulièrement, ce qui justifie la construction d'une liaison fixe.
14. Le présent Rapport n'a retenu comme seules composantes du flux des revenus que le trafic et les tarifs, à l'exclusion d'un éventuel bénéfice résultant des ventes hors taxes.
15. Les prévisions de trafic à long terme sont malaisées à établir en raison des fortes variations saisonnières et annuelles constatées dans le passé, et de la difficulté à estimer les "taux de détournement" au détriment des autres moyens de transport. Il est difficile de calculer le trafic engendré par l'existence même d'un nouveau lien fixe. Le groupe de banques a donc décidé de ne pas prendre en compte de "coefficient d'engendrement".
16. Pour établir son propre cas de base, le groupe de banques a repris le trafic figurant jusqu'en l'an 2000 dans le scénario central du rapport des fonctionnaires franco-britannique. Par exemple, il a retenu un taux moyen de croissance de 4,4 % par an pour les passagers, qui correspond à la moitié de celui constaté entre 1971 et 1982. Au delà de l'an 2000, ce taux a été lui-même réduit de moitié. Pour les études de sensibilité, il a été jugé que les écarts extrêmement larges entre les branches haute et basse de la fourchette des trafics ne justifiaient pas qu'on les conserve dans le présent rapport. On les a remplacés par des prévisions de trafic raisonnablement optimistes et pessimistes.
17. Les tarifs de base retenus, et qui n'apparaissent pas dans le rapport des fonctionnaires franco-britanniques, sont ceux qui étaient en vigueur en 1979-1980 sur les voies maritimes courtes, mais on leur a appliqué un abattement de 25%. Les chiffres ont été ajustés en fonction de la dérive monétaire pour donner des prix courants valables en 1983 et au delà.
18. Dans l'ensemble ces prévisions peuvent donc être considérées comme raisonnablement conservatrices.

Chapitre 3 : Les solutions de liaisons fixes et leur évaluation sur le plan financier

19. Ce chapitre se livre à une analyse comparée des divers types de lien fixe présentés dans le rapport GEFB. L'analyse de chaque solution sur le plan économique a été réalisée à partir de données homogènes comprenant un endettement à 100 %, une inflation à 9 % et un taux d'intérêt de 13 % pendant toute la période concernée. Les coûts d'investissement pour chaque solution, les délais de construction et les "coefficients de détournement de trafic" sont les mêmes que ceux figurant dans le rapport des fonctionnaires. Les résultats ont été rapprochés dans un tableau comparatif.

20. Quelle que soit la solution, les risques techniques et économiques doivent être jugés acceptables tant par les investisseurs que par les prêteurs.
21. Sur le plan technique, il convient de démontrer que les risques suivants ont été analysés de façon satisfaisante et se situent à un niveau acceptable :
- le risque d'annulation dû à d'insolubles problèmes de construction,
 - le risque d'importants dépassements de coût par suite de difficultés géologiques imprévues,
 - le risque de manque d'efficacité de l'exploitation dû à une défaillance technique.
22. Sur le plan économique, il est nécessaire de prouver que le projet est capable d'engendrer suffisamment de revenus sur une période fixée à 25 ans d'exploitation pour pouvoir rembourser tous les concours, tout en intégrant les effets de l'inflation sur le montant de l'investissement et sur les intérêts intercalaires capitalisés et en assurant en même temps aux investisseurs un rendement convenable.
23. En partant des données disponibles et en analysant conformément à la mission donnée les seules solutions qui avaient déjà été retenues dans le rapport GEFB, les réflexions du groupe de banques ont conduit à montrer que la solution la meilleure sur le plan financier, celle qui apparaît comme la moins vulnérable lors des tests de sensibilité au trafic et aux coûts, et qui en même temps présente les risques techniques et d'exploitation les plus faibles, est la construction simultanée d'un doubletunnel foré ferroviaire. Elle conviendrait autant au service ferroviaire classique qu'au transport "roll-on roll-off" de véhicules routiers.

C'est par conséquent cette option qui a été préférée comme étant actuellement la mieux à même d'être acceptée par les investisseurs et les prêteurs "à recours limité" tout en ne faisant appel qu'à un soutien minimum des Etats ou de la CEE*.

(*) N.B. Tout au long du présent rapport, il est fait constamment référence aux Gouvernements. Le terme gouvernements signifie selon le contexte où il est employé gouvernement ou Etat et le pluriel se rapporte aux Gouvernements de France et de Grande-Bretagne.

Quant à la référence à la CEE, elle répond, du point de vue de la communauté financière, à l'idée que son soutien est à même de constituer valablement dans bien des cas une solution alternative. Mais il n'y a aucune assurance de voir la CEE couvrir tous les domaines où un support serait nécessaire. Il appartient aux Etats ou à la CEE d'approfondir le degré de support qu'il est possible à celle-ci de donner au projet, étant entendu qu'à défaut, un engagement des Etats serait considéré comme indispensable dans les cas mentionnés. D'où la référence répétée à différentes reprises : "les Gouvernements ou la CEE" ou "les Etats ou la CEE".

24. A certains égards les solutions d'ouvrage routier ont paru être attractives pour les usagers et donc susceptibles de connaître un accroissement probable des revenus mais, compte tenu des problèmes techniques qu'elles impliquent, il a été considéré que, dans la plupart des cas, les marchés financiers ne voudraient pas assumer les risques techniques s'attachant à des constructions de ce type. Par conséquent, ils demanderaient qu'il y ait des garanties d'achèvement et des garanties contre les désordres de l'ouvrage risquant d'affecter l'exploitation. En outre, l'importance des besoins de financement qui pourraient être requis par un certain nombre de ces solutions les place bien au-delà de ce qui est acceptable par les marchés.
25. Une solution de "construction phasée" a été considérée, car les travaux de la seconde phase peuvent bénéficier de l'expérience de la première. Cependant, cette solution a été écartée sur le plan financier car elle accroît le coût final total et fait reposer très largement les premières années d'exploitation sur un service ferroviaire classique. On est ramené à un cas voisin de celui d'un tunnel ferroviaire unique qui dégage des revenus insuffisants pour pouvoir être financé autrement qu'avec une affectation d'un niveau minimum de revenus à titre de garantie.

Chapitre 4 : Les marchés financiers et les instruments de financement

26. Ayant à établir les bases de financement du projet, le chapitre 4 se livre à un survol des marchés financiers. Il procède à une évaluation quantitative et qualitative des concours disponibles sur ces marchés. L'objectif est de s'assurer que l'on a bien indentifié les sources de financement adéquates. Trois principaux instruments ont été étudiés : le capital, les emprunts obligataires et les prêts. Pour chacun d'eux il a été procédé à un examen de la capacité d'absorption des marchés et de son évolution en France, en Grande-Bretagne et sur le marché international.
27. Compte tenu de l'ampleur des besoins en cause il est impossible de s'appuyer sur une seule source de financement. Il faudra donc lever des fonds sur les places les plus diverses, notamment en France et en Grande-Bretagne, sur les marchés locaux étrangers, et sur les marchés internationaux, et faire usage de tout instrument de financement approprié.
28. Un minimum de fonds propres est nécessaire à la fois pour marquer l'intérêt que les investisseurs portent au projet, ce qui permet de donner confiance aux autres intervenants financiers, et pour faire face aux premières dépenses en allégeant ainsi le poids des intérêts capitalisés. Le montant qu'il est envisagé de lever à parts égales en France et en Grande-Bretagne pendant les deux premières années de construction, est de l'ordre de 540 millions de livres sterling compte tenu de l'inflation, ou l'équivalent en Francs français (*). Dans la mesure où les risques seront jugée acceptables, on peut penser qu'il y aura suffisamment d'investisseurs publics, semi-publics ou privés dans chacun des deux pays.

(*) Dans l'ensemble du Rapport, les montants sont exprimés le plus souvent en livres sterling car les offres et évaluations effectuées à la demande des pouvoirs publics ou à l'initiative des entreprises intéressées l'ont été principalement jusqu'à présent dans cette devise.

29. Dans les montages de financement proposés, les obligations jouent un rôle important car les besoins sont à long terme. La capacité des marchés a fortement augmenté en France et en Grande-Bretagne, mais il faudra malgré tout recourir aux marchés étrangers et internationaux afin de profiter de leur grande capacité d'émission et de leur ouverture aux innovations techniques. Le rapport s'étend sur deux types d'obligations particulières, les obligations indexées et celles qui sont adossées à des revenus. Les premières, dont le principal est indexé sur l'inflation, évitent des prélèvements de trésorerie pour régler les intérêts. Les secondes, qui servent d'instrument de refinancement, bénéficient d'une affectation des futurs revenus d'exploitation.
30. Il est concevable d'obtenir un volume maximum d'obligations adossées aux revenus de l'ordre de 250 millions de livres sterling par an, en termes de 1983 ou l'équivalent en francs, et de 325 millions de livres sterling pour les obligations indexées, en termes de 1983 ou l'équivalent en francs. Cependant, comme toute émission importante implique d'avoir un "rating" de première classe, une entité qui vient à peine de voir le jour comme la société exploitante de l'ouvrage devra bénéficier d'un soutien irréprochable d'une tierce partie qui renforce la qualité de sa signature.
31. Les prêts bancaires constitueront probablement l'essentiel des moyens de financement. Afin d'éviter les risques de change, il semble naturel de s'adresser en priorité aux marchés locaux français et britannique. Cependant, compte tenu des volumes et des durées cherchés, ces marchés ne peuvent pas donner totalement satisfaction et il faudra recourir largement au marché international qui est, de toute façon, la source traditionnelle des crédits "à recours limité" servant aux financements de projet. Etant donné l'importance des besoins, il sera nécessaire de procéder à une syndication sur une base mondiale.
32. Il est difficile d'apprécier de façon objective la capacité des marchés. Pour un projet solide et attractif il semble qu'on puisse étendre leurs limites actuellement perçues.

Chapitre 5 : Méthodes alternatives de financement

33. Le chapitre 5 présente deux modes de financement bâtis sur deux idées différentes. Il est donné un résumé comparé de ces deux conceptions dans les paragraphes 79 et suivants. Bien que la solution de double tunnel ferroviaire foré et construit simultanément soit considérée comme capable d'attirer des capitaux, force est d'admettre que, quelle que soit la méthode de financement employée, il faudra impliquer d'une certaine manière les Etats ou la CEE, non seulement parce qu'il est nécessaire de faire un traité, mais également pour obtenir d'eux un soutien financier de degré et nature variés. Cependant, on a voulu faire la démonstration qu'il était possible d'arriver à s'entendre sur un partage de risques.

34. Les concepts de financement présentés ne sont pas des notions intangibles : ils peuvent être appelés à subir des variations afin d'arriver à un montage définitif permettant un partage des risques.

Précisons à cet égard que ces deux conceptions ne forment une alternative que pour les Etats ou la CEE, et non pour les marchés financiers et le secteur de la construction. Il est aisé de comprendre que s'ils en avaient la possibilité, ces derniers choisiraient systématiquement la méthode de financement qui leur ferait courir le moins de risque. Les investisseurs et prêteurs acceptent toujours toute garantie qui leur sera offerte et les entreprises de travaux publics préféreront sans nul doute le cadre contractuel traditionnellement imposé par les Ministères des Transports de France et de Grande-Bretagne. De même, les Etats ou la CEE seront tentés de choisir celle des solutions qui implique de leur part un niveau minimum de soutien direct probable. Cependant, en examinant les deux idées de financement, les Etats ou la CEE devraient mesurer soigneusement les difficultés inhérentes à chaque méthode et tenir compte particulièrement de leur caractère plus ou moins acceptable pour les investisseurs, prêteurs et tous intervenants financiers potentiels.

35. Il est essentiel de créer une structure qui permette de réaliser un équilibre des risques entre les divers protagonistes, de telle façon qu'ils puissent tous l'accepter en fonction de leurs propres conceptions concernant l'analyse des risques. Il est important que les Etats ou la CEE lorsqu'ils définissent l'ampleur des risques qu'ils sont disposés à accepter pour eux-mêmes, prennent également en compte le besoin d'arrêter finalement des principes de répartition de risques acceptables par tous. Ils devront arrêter leur propre position en matière de partage des risques en admettant clairement la nécessité d'une négociation lors de l'établissement du plan de financement définitif.

36. Deux modes de financement sont présentés pour financer la totalité du projet. Il n'est nullement question de préconiser des financements séparés en France et en Grande-Bretagne. Bien qu'une telle éventualité ait été examinée, elle a été repoussée par le groupe de banques pour les raisons suivantes :

- (a) on savait qu'un des gouvernements, sinon les deux, juge que ce n'est pas acceptable ;
- (b) un accord préalable sur la répartition des revenus serait très difficile à mettre sur pieds notamment parce qu'il n'y a guère de possibilité que les coûts prévisionnels soient les mêmes des deux côtés ;
- (c) chercher à monter simultanément pour le même projet deux importantes opérations de prêt créerait sans aucun doute des difficultés sur les marchés financiers ;
- (d) la défaillance d'une des parties causerait un tel préjudice à l'autre qu'il serait pratiquement indispensable d'avoir des garanties d'Etat croisées.

37. Les deux modes de financement diffèrent fondamentalement de tout ce qui a pu être présenté auparavant sur les marchés financiers. Elles ont été délibérément fondées sur des partages de risques différents mais sans qu'elles s'excluent mutuellement.
38. La différence entre les deux méthodes de financement réside principalement dans la répartition de risques entre les divers protagonistes et dans l'époque où ils sont pris. On trouvera ci-dessous dans le paragraphe 79 quelques éléments comparatifs chiffrés mais il est tout d'abord nécessaire d'esquisser les principes que l'on appliquera.
39. Lors de la phase de conception du projet dite de développement préliminaire, les deux méthodes nécessitent un soutien financier des Etats ou de la CEE. Il s'agit d'une période de deux ans pendant laquelle on évalue les dépenses à effectuer à environ 18 millions de livres sterling, en prix de 1983. Etant donné que la décision finale de procéder à la construction ne pourra être prise à la fin de la phase de développement que lorsque le traité aura été ratifié, il sera impossible de trouver auprès d'investisseurs potentiels la totalité des fonds nécessaires. Cependant, ces investisseurs devraient peut-être pouvoir intervenir de façon progressive dans les dernières étapes de cette phase de développement, et cela parce qu'il y aura alors une plus grande certitude de voir le projet se réaliser.
40. Une préoccupation extrêmement importante est de trouver comment financer cette phase de développement préliminaire. Le groupe de banques, pour donner son point de vue sur les possibilités de financement, ne dispose que d'informations relativement limitées et partiellement dépassées. C'est pourquoi, avant d'arriver à un plan de financement définitif, une étude préliminaire détaillée du projet doit être entreprise qui fasse une analyse technique complète, établisse un plan de l'ouvrage et un devis détaillé, actualise les projections de trafic et de tarif ainsi que les autres prévisions et fasse le tour des questions juridiques concernant le traité, les procédures parlementaires et la création d'une société propriétaire.
41. Après la phase de développement préliminaire, les deux méthodes de financement sont divergentes. Il n'en demeure pas moins que, dans les deux cas, c'est au cours de cette phase préliminaire que sera initié le processus permettant de réunir les fonds.

Chapitre 6 : Structure juridique et organisation administrative

42. Le chapitre 6 expose les principes d'une structure juridique et d'une organisation administrative analysés sous l'angle financier et répondant au principe d'un plan de financement unique.

43. Les questions d'organisation administrative et de modes de financement sont des prérogatives des gouvernements et elles sont inter-dépendantes. Ces points doivent être réglés avant de commencer les travaux de construction, tout comme les rapports de la société exploitante avec la CEE et les Etats, et il doit être bien entendu que le projet doit se conformer de façon générale à des impératifs commerciaux.
44. Le groupe de banques estime cependant essentiel que toute organisation soit simple si elle veut être efficace.
45. Certes, c'est dans le corps du Rapport que se trouvent exposées de façon exhaustive les réflexions du groupe de banques mais, pour l'essentiel, on peut dire qu'il recommande :
- 1) la création de deux sociétés nationales distinctes, l'une britannique, l'autre française, liées par un accord d'association (*) afin d'assurer grâce à un organe bi-national, l'Autorité Trans-Manche Fixe (Channel Tunnel Authority), leur coordination nécessaire pendant la construction puis d'harmoniser leur exploitation.
 - 2) Un Traité entre les deux pays qui scelle leur accord politique et précise les relations, d'une part entre les deux Etats et d'autre part entre chacun des Etats et les deux sociétés dans le cadre d'ensemble de l'organisation fonctionnelle prévue. Toutes les modalités des accords commerciaux relèveront du contrat d'association (*), formule qui a pour avantage d'épargner la création d'une législation particulière et complète.
46. Il convient de mentionner trois points importants :
- (a) Il est préconisé pour la liaison transmanche de délivrer une autorisation d'une durée minimum de 50 ans à dater de l'achèvement de l'ouvrage et autorisant donc 50 ans d'exploitation. Elle sera prorogeable et les gouvernements ne pourront pas s'y opposer si son bénéficiaire (ou ses bénéficiaires) a pu démontrer qu'il est capable de continuer à assurer correctement l'exploitation. Ainsi, à l'expiration de la durée initiale de l'autorisation, il n'y aura aucune restitution automatique de l'ouvrage aux gouvernements.
 - (b) Les calculs entrepris par le groupe de banques ne tiennent compte d'aucune forme d'imposition. D'ailleurs la valeur des actifs créés devrait permettre des dotations aux amortissements suffisamment importantes pour qu'il n'y ait aucune substance taxable pendant la durée d'amortissement des prêts. Il est toutefois reconnu que les régimes fiscaux sont fondamentalement différents en France et en Grande-Bretagne et qu'une méthode pour les harmoniser, qui pourrait inclure un statut fiscal spécial, reste à trouver afin de faciliter un financement unique pour tout le projet. Subir une taxe dans un pays et aucune dans l'autre ou être assujetti à des taux différents, créerait des distorsions entre les capacités d'amortissement possible de chaque société nationale. Pour un projet bi-national de la taille et d'un caractère aussi spectaculaire qu'une liaison transmanche, il n'est pas souhaitable que le siège des entités propriétaires et emprunteuses soit fixé en vertu de critères purement fiscaux.

(*) Joint Venture Agreement.

- (c) En cas d'abandon unilatéral par une société nationale, il est proposé que la société défaillante cherche un acheteur qui convienne aux parties concernées. En cas d'échec, l'autre société aura la possibilité de se porter acquéreur à un prix acceptable ; en dernier ressort, la société défaillante elle-même ou le gouvernement dont elle relève, ou les prêteurs, seront obligés de trouver un remplaçant convenable. En cas d'abandon bilatéral des sociétés nationales, non imputable à l'interférence des gouvernements, un acheteur acceptable sera cherché par chacune d'entre elles. En cas d'échec, chaque société sera soit reprise par son gouvernement, soit par les prêteurs s'ils le veulent ; en dernier ressort, le projet sera abandonné.

B - RESUME DU PREMIER MODE DE FINANCEMENT

47. L'objectif fondamental de cette première méthode est de faire appel aux fonds propres et à l'endettement bancaire sans recours pour financer la construction, puis de refinancer la dette bancaire dès la troisième année d'exploitation en émettant des obligations adossées aux revenus. Avant de commencer les travaux, tous les fonds doivent être disponibles ou engagés et toutes les garanties des Etats ou de la CEE doivent être signées.
48. Les maîtres-d'oeuvre et principaux constructeurs sont appelés à fournir un prix d'objectif global pour la construction, assorti d'un échéancier des dépenses précisant la durée de construction envisagée. Ce devis inclut une marge acceptable pour les coûts et délais imputables aux difficultés techniques et géologiques décelées, une dotation pour frais généraux et une marge bénéficiaire. Le devis des entreprises figurant dans le rapport GEFB a été ajusté pour tenir compte de l'inflation : il atteint en 1983 1.862 millions de livres et implique 7 ans de travaux.
49. A partir de ce devis, un état estimatif des besoins de financement est dressé, comprenant :
- (a) une augmentation de 10 % du prix d'objectif et tenant compte d'une durée de construction accrue d'un an ;
 - (b) la prise en compte d'une couverture des risques de construction par des compagnies d'assurances ;
 - (c) des intérêts intercalaires capitalisés.
50. Le prix d'objectif pour la construction passe ainsi à 2.047 millions de livres sterling en prix de 1983 avec une période de construction portée à 8 ans. Avec une inflation de 9 % et un taux d'intérêt de 13 %, cela conduit alors à un montant estimé des besoins de financement de 5.938 millions de livres sterling.

51. Les besoins de financement étant arrêtés, un test de viabilité économique est réalisé. Son objectif est de s'assurer que le montant maximum de l'endettement est bien susceptible d'être remboursé en 25 ans d'exploitation tout en tenant compte d'une rémunération convenable des capitaux investis. C'est là une épreuve-clé qu'il faut satisfaire non seulement avant de lever des fonds, mais également pendant la construction, chaque fois que la date d'achèvement prévue vient à être retardée de façon appréciable.
52. Le financement préconisé de ces besoins estimés à 5.938 millions de livres sterling est le suivant :
- (a) Fonds propres - 540 millions de livres sterling (essentiellement sous forme d'obligations convertibles selon les modalités détaillées exposées dans le chapitre 5.A),
 - (b) Prêt bancaire sans recours - 5.398 millions de livres sterling (plusieurs instruments financiers peuvent être utilisés mais ils impliquent tous un engagement des banques).
53. La couverture d'éventuels dépassements de coût très importants et de retards corrélatifs de travaux doit également être prévue. Il a été bâti un scénario fondé sur un doublement des coûts de forage et de construction des tunnels, une augmentation de 10 % de tous les autres coûts, et tenant compte d'un allongement des délais de construction de 2 ans. Le prix qui en résulte est de 2.727 millions de livres sterling, évalué en janvier 1983, et la durée de construction de 10 ans.
54. L'estimation des besoins de financement tient déjà compte d'une marge pour dépassement de coût par rapport au prix d'objectif global proposé par les entreprises. Cependant, au-delà du prix d'objectif, la couverture de ces dépassements de coût supplémentaire est articulée comme suit :
- (a) un supplément de fonds propres de 10 %, soit 60 millions de livres, plus 10 % au titre des intérêts afférents aux obligations convertibles,
 - (b) un supplément de prêt bancaire sans recours de 10 %, soit 540 millions de livres sterling,
 - (c) une émission d'obligations distribuées aux entrepreneurs et représentatives de leurs créances consolidées à hauteur de 10 % du prix global d'objectif, plus un ajustement pour inflation : de telles obligations ne sont utilisées qu'en cas de survenance de risques non assurables pendant les travaux, principalement des grèves.

55. Par ailleurs, une couverture par des compagnies d'assurances est organisée comme mentionné au paragraphe 49. Elle concerne l'éventail le plus large possible de risques, y compris les dépassements de coût pour difficultés techniques et géologiques imprévues ainsi que les suppléments d'intérêt sur les encours de dette en vigueur à ce moment-là et le financement des dépenses résultant directement de ces événements. Un chiffre indicatif de 500 millions de livres sterling a été envisagé pour les risques de construction, ajustable en fonction de l'inflation, plus un montant fixe de 500 millions de livres sterling pour la charge d'intérêts. Tout ce qu'il est normal d'assurer dans les projets de grands travaux le sera, ainsi que, dans la mesure du possible, les risques de défaillance individuelle des constructeurs et fournisseurs. Les calculs présentés dans le paragraphe 79 ci-dessous ne tiennent aucun compte des indemnités d'assurances reçues pour ne pas édulcorer le scénario pessimiste.
56. Afin de pouvoir faire face à la situation pessimiste évoquée plus haut et assurer la continuité du financement, le plan de financement s'appuie sur l'engagement de certaines parties de fournir les fonds nécessaires dans la mesure toutefois où le résultat du test de viabilité économique est satisfaisant. Si nécessaire, ces besoins sont couverts de la façon suivante :
- (a) 10 % sous forme de fonds propres fournis par les mêmes investisseurs ou par de nouveaux intervenants.
 - (b) 90 % sous forme de prêt bancaire garanti par les Etats ou la CEE s'il n'était pas possible de trouver d'autres sources de financement sans recours.
57. Il n'est nullement question de demander une garantie inconditionnelle d'achèvement, c'est-à-dire un instrument donnant droit à exiger une somme illimitée pour achever le projet et sans le moindre égard pour son équilibre financier. Le but est plutôt de s'assurer que l'on peut compter sur un complément de prêt bancaire pour faire face à l'imprévu et éviter ainsi une annulation prématurée. Afin de préserver le concept de viabilité du projet, le montant de l'endettement supplémentaire avec recours est limité par l'encours maximum annuel d'endettement résultant du calcul effectué à l'occasion du dernier test de viabilité économique ; en outre, le montant total de l'encours de la dette avec recours ne doit à aucun moment excéder celui de la dette sans recours.

58. Il est nécessaire, comme mentionné dans le paragraphe 47 ci-dessus, de mettre en place des emprunts obligataires qui réduisent la durée du prêt sans recours. En effet, celle dont on a besoin excède largement ce que les marchés financiers sont disposés à accepter. Une réduction de 7 ans dans le cas de base et de 11 ans dans le cas pessimiste avec dépassement de coût, ce qui représente les durées du risque de refinancement, est donc obtenue par l'émission échelonnée d'obligations adossées aux revenus, à partir de la 3ème année d'exploitation. Ceci ramène ainsi la durée des prêts bancaires respectivement à 15 et 17 ans sur la base des hypothèses retenues dans le projet. L'émission d'obligations après construction d'un ouvrage de service public permettant de refinancer un prêt bancaire est pratique courante aux U.S.A., mais n'a jamais été faite pour un projet de cette taille et de cette nature. En outre, un tel refinancement n'a jamais été tenté sur les marchés européens et de surcroît, à la date à laquelle il est proposé d'émettre une première tranche d'obligations assises sur les revenus d'exploitation, la liaison transmanche est certes opérationnelle, mais elle constitue une entité relativement nouvelle et par conséquent le marché obligataire risque d'exiger sous une forme ou sous une autre une garantie complémentaire.
59. Le groupe de banques estime qu'il est nécessaire qu'un appui soit trouvé auprès des Etats ou de la CEE, avec lesquels serait négocié un accord organisant ce soutien à l'émission d'obligations. Toutefois, les clauses d'un tel accord ne devraient pas avoir pour effet d'enlever à l'endettement bancaire ainsi refinancé son caractère sans recours. L'idée est de n'émettre des obligations adossées aux revenus que s'il est prouvé lors de chaque émission qu'un fonds d'amortissement alimenté par le cash flow net pendant un maximum de 25 ans permet d'assurer le remboursement. Ainsi, à chaque émission, il faut prouver que la capacité de la rembourser existe bien et est conforme aux usages des marchés à ce moment-là. Néanmoins, pour obtenir le "rating" AAA et les meilleures conditions sur les marchés, l'engagement accompagnant l'émission préciserait que, si les revenus qui alimentent le fonds d'amortissement étaient insuffisants lors d'une échéance, une aide serait donnée si nécessaire pour financer le besoin résiduel. Elle aurait pour effet de donner aux détenteurs d'obligations une garantie des Etats ou de la CEE de rembourser le principal. Quant aux intérêts, ils seraient payés grâce aux revenus générés par le projet ; en cas d'insuffisance à une échéance quelconque, un prêt avec ou sans recours serait mis en place de façon temporaire afin d'effectuer ce paiement d'intérêts. Son remboursement se ferait par le produit de l'émission obligataire suivante à hauteur d'un maximum de 50 %.

C - RESUME DU SECOND MODE DE FINANCEMENT

60. Un des objectifs fondamentaux de la seconde méthode de financement est de mettre en place le prêt bancaire sans recours le plus important possible, sans susciter de besoin de refinancement ; cela implique qu'il ne soit remboursé qu'à l'aide du flux des revenus nets.

61. La seconde préoccupation est d'instituer un partage de risque entre toutes les parties concernées qui évolue progressivement, afin de réduire dès que possible le soutien donné au départ par les Etats ou la CEE.
62. Afin d'alléger au plus tôt le soutien des Etats ou de la CEE, il faut engager très rapidement un prêt bancaire qui ait vocation à devenir totalement sans recours. Ceci est obtenu de la façon suivante :
- a) Dans le contexte actuel, on considère que la durée maximum acceptable pour un prêt bancaire est de 15 ans à dater de son engagement.
 - b) Son montant dépend des revenus encaissés au cours de la période d'amortissement. Plus cette dernière est longue, plus le montant du prêt sera important. Il s'en suit que pour une échéance de 15 ans, son montant sera plus élevé si l'on réduit au minimum le nombre d'années sans revenu correspondant en fait à la période de construction. Pratiquement, cela plaide en faveur d'une signature tardive.
 - c) Si le prêt devait être engagé avant le lancement des travaux, étant donné la durée de la construction, le nombre d'années assorties d'un revenu net consacré au remboursement serait tel qu'il conduirait à un prêt d'un montant assez modeste.
 - d) D'un autre côté, si le prêt devait être engagé plus tard, par exemple dès le début de l'exploitation afin de profiter d'une période de quinze ans de revenus, cela permettrait d'accroître son montant mais créerait un manque de financement avant que l'on puisse l'utiliser. Dans un tel cas, il conviendrait de mettre en place un concours garanti pendant la durée de la construction, qui serait lui-même refinancé de la façon la plus complète possible par le prêt bancaire.
 - e) D'où la nécessité de trouver un compromis entre la date d'engagement la plus proche possible et le montant du prêt bancaire.
63. Afin de respecter également autant que possible les deux objectifs mentionnés dans les paragraphes 60 et 61, à savoir mettre en place le prêt bancaire maximum et présenter au marché bancaire le partage de risque le plus acceptable, la date d'engagement du prêt bancaire doit se situer entre le début de la construction et celui de l'exploitation. Elle est fixée au moment où une portion suffisante du forage de la galerie de service et des tunnels principaux est réalisée. Dans le cas de base, dans la mesure où les travaux auraient avancé de façon satisfaisante, la syndication du prêt interviendrait avant même que les fonds propres initiaux aient été totalement dépensés. Cela se situerait cinq ans avant la date prévue pour le début de l'exploitation, permettant ainsi d'affecter 10 années de revenus nets au remboursement du prêt bancaire.

64. L'entité emprunteuse dispose de la possibilité de retarder la date d'engagement du prêt bancaire et d'en augmenter ainsi le montant. On aurait normalement recours à une telle possibilité s'il devait y avoir un retard dans la construction avant l'engagement. Dans l'intervalle, les besoins de financement courants devraient être satisfaits, ne serait-ce que temporairement, par un financement avec recours, et il serait évidemment nécessaire d'avoir l'accord des garants.
65. Dans le cas de base avec hypothèse centrale de trafic et 8 ans de construction, le plafond du prêt bancaire qu'il est possible d'engager dès le départ est calculé en actualisant la valeur nette des revenus prévisionnels jusqu'à la dixième année incluse, après prélèvement de 10 % pour rémunérer les investisseurs. Cela donne un chiffre de 3.494 millions de livres sterling.
66. Le montant maximum de l'encours de la dette bancaire sans recours qui peut exister une année quelconque est alors calculé à partir d'un plafond de prêt bancaire qui tient compte des intérêts intercalaires capitalisés et de l'application d'un ratio de couverture. Un ratio de couverture est un moyen de contrôler le montant du prêt qui peut être utilisé sans recours à tout moment compte tenu des perspectives de revenus valables à ce moment-là. Le ratio de couverture est réduit progressivement à partir de la date du premier tirage. Il l'est à divers intervalles donnés, car on admet que l'estimation du trafic attendu s'affine au fur et à mesure que l'on s'approche de la date d'achèvement. Il s'abaisse de la façon suivante :
- a) un ratio de couverture d'1,5 s'applique à partir de la date d'engagement jusqu'à 2 ans avant le début des opérations (en cas de dépassements de coût, un ratio intermédiaire de 1,3 est introduit).
 - b) un ratio de 1,2 est appliqué ensuite jusqu'à la fin de la seconde année d'exploitation,
 - c) un ratio de 1 est appliqué au delà.
67. L'usage de ratios de couverture est pratique courante dans le financement avec "recours limité" de projets concernant la mise en valeur de ressources naturelles et les industries de base s'y rapportant. Ce sont les seuls qui jusqu'à ce jour aient été largement syndiqués sur les marchés internationaux. Un ratio de couverture de 1, à la connaissance du groupe de banques, n'a encore jamais été utilisé dans un financement à "recours limité". Il est proposé en raison des caractéristiques spécifiques de ce projet d'infrastructure qui comporte un flux de revenus croissant et d'une très longue durée.
68. Dans les faits, le prêt bancaire initial à syndiquer se présente comme une enveloppe globale dont une partie est disponible pour un tirage sans recours et une autre avec recours mais pouvant devenir sans recours, si et dans la mesure où le ratio de couverture le permet. En d'autres termes, le montant du prêt initial à engager est égal à celui du plafond du prêt sans recours résultant lui-même d'un ratio de 1, appliqué, lors de la date d'engagement, au flux prévisionnel des revenus.

69. Des tests progressifs permettront d'évaluer les revenus prévisionnels notamment avant chaque réduction du ratio de couverture. Si le niveau des revenus estimés décroît, cela n'implique pas pour autant une quelconque réduction du montant de l'encours du prêt sans recours existant à ce moment-là. S'il augmente, des tirages supplémentaires sans recours peuvent être envisagés à l'intérieur du plafond autorisé du prêt engagé et il est également possible que, moyennant l'accord de tous les prêteurs, cela conduise à accroître le montant du prêt si l'on a besoin de plus amples fonds pour couvrir les dépassements de coût.
70. Les remarques ci-dessus montrent comment est calculée et contrôlée la portion sans recours du prêt bancaire. Tout le reste du financement requis dans le cas de base, au-delà de l'encours du prêt total bancaire faisant l'objet d'un engagement, vient des fonds propres, des obligations indexées ou de prêts avec recours complémentaires.
71. Les fonds propres sont affectés au financement des deux premières années de travaux. Les montants tirés au cours de cette période représentent environ 540 millions de livres sterling, et sont levés de la même façon que dans la première méthode de financement. Cependant, comme ces fonds sont utilisés avant l'engagement des autres moyens de financement dont on a besoin pour achever la construction, certains investisseurs ne seront attirés que dans la mesure où il leur sera offert une garantie de remboursement des États ou de la CEE en cas d'incapacité d'obtenir un prêt bancaire du montant requis. Cette garantie du risque de syndication ne sera susceptible d'être appelée par les investisseurs que dans la mesure où les données économiques du projet ne se seront pas dégradées substantiellement dans l'intervalle et où le montant requis du prêt bancaire n'aura pas été syndiqué avec succès. Ainsi, le risque économique initial est pris par les investisseurs et celui de syndication par les gouvernements ou la CEE.
72. Le Rapport évoque quelques méthodes pour alléger le risque de syndication pris par les Gouvernements. Cela peut avoir un impact négatif sur la mise à disposition de fonds à "recours limité" par les banques. Mais, inversement, le soutien global des gouvernements peut accroître la volonté des banques de mettre en place des financements à "recours limité". Cependant, seule une réaction initiale positive du marché bancaire dans la période qui précède le début des travaux, suivie d'un avancement satisfaisant de la construction, constituera finalement un véritable apaisement quant à l'issue à attendre de la syndication.
73. La rémunération des fonds propres comprend un minimum assuré correspondant à 10 % du revenu annuel net avant remboursement des dettes, et deux éléments variables : en premier lieu, au moins 50 % des revenus excédant ceux qui sont affectés au service de la totalité de la dette et en second lieu, une libre disposition de la totalité des revenus nets après remboursement de toutes les dettes.

74. L'emprunt obligataire indexé constitue le troisième instrument fondamental de financement. Il s'agit d'obligations particulières dont le principal est lié au taux d'inflation du pays dans la devise duquel est libellée l'émission. A cette plus-value latente en capital, s'ajoute un droit à participer au partage des revenus excédentaires en vertu d'un accord de participation contractuel. A chaque émission, le remboursement prévu tient compte de l'exigence des investisseurs concernant la durée permettant de réaliser une plus-value en capital, et du souci de l'emprunteur d'éviter les sorties de trésorerie jusqu'à ce que toute la dette bancaire soit remboursée. D'après les calculs qui ont été effectués, un amortissement complet des obligations indexées peut avoir lieu 2 à 9 ans après que l'endettement bancaire ait disparu. Afin de permettre à une entité récemment créée d'émettre des obligations indexées avant même qu'elle soit en mesure de générer un quelconque cash flow, ces obligations doivent être garanties par les Etats ou la CEE. L'idée est d'émettre ces obligations en France et en Grande Bretagne et de le faire de surcroît dans d'autres pays ainsi que sur le marché des euro-émissions. Toute émission doit être jugée acceptable à ce moment-là, à la fois par les autorités administratives concernées et par les marchés.
75. Dans les calculs, le montant annuel de l'émission d'obligations indexées a été limité au maximum absolu de 500 millions de livres, un tel chiffre étant sensé représenter ce que les marchés sont disposés à accepter pour des opérations annuelles lancées par un seul émetteur de la qualité requise. Toute restriction qui entraînerait une insuffisance de fonds conduirait à mettre en place des prêts bancaires à court terme avec recours dont la vocation serait d'être remplacés ultérieurement par des obligations indexées.
76. Les obligations indexées et les prêts avec recours sont utilisés pour compléter le plan de financement du projet en dehors des fonds propres et du prêt bancaire sans recours. Cela inclut le financement des dépassements de coût.
77. Adosser le montant du prêt sans recours uniquement sur les revenus des navettes et affecter ceux du rail au service des obligations indexées pourrait constituer un autre thème de réflexion. Les revenus du rail seraient garantis par les compagnies ferroviaires pendant un nombre d'années pré-déterminé. Un fois le tunnel achevé, ces obligations indexées adossées aux revenus du rail remplaceraient une partie des obligations indexées émises auparavant, ce qui permettrait de transférer la garantie des Etats ou de la CEE aux sociétés ferroviaires nationales. Cependant, une telle solution serait assimilée en Grande-Bretagne à une garantie étatique, avec les conséquences que cela impliquerait sur la présentation comptable de l'endettement du secteur public. Ce ne serait cependant pas le cas si l'accord avec British Rail était qualifié de contrat purement commercial et non d'accord de type financier garantissant le versement de sommes d'argent en contrepartie d'un droit d'usage (contrat dit de "throughput agreement"), mais il faudrait avoir la certitude de l'existence d'un flux de revenus du rail régulier et susceptible de servir de support aux obligations indexées.

78. La possibilité de surcoûts très importants avec un allongement corrélatif des délais de construction est également traitée. Les dépassements de coût qui surviendraient ou deviendraient perceptibles avant l'achèvement de la galerie de service seront couverts par un financement supplémentaire avec recours. A cet égard, les Etats ou la CEE auront donné au préalable leur garantie à un tel concours. Cependant, afin de limiter le niveau final de leur engagement, il faut prouver que l'équilibre économique du projet se maintient encore avant de réunir des moyens de financements complémentaires. Dans l'hypothèse avec surcoûts, il a été pris un chiffre maximum de 2.727 millions de livres sterling en prix de Janvier 1983. Cela représente 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 du cas central du rapport GEFB. Pour les calculs, on admet le scénario selon lequel 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, et que par conséquent ils sont financés au moyen d'obligations indexées.

79. Une fois la galerie de service achevée, on procède à une mise à jour des besoins de financement, la limite de la garantie nécessaire des Etats ou de la CEE est alors déterminée, et il s'y ajoute un prêt stand-by. Ce dernier représente 10 % du prêt bancaire principal. Il est garanti dès le départ par les Etats ou la CEE et fait l'objet d'un engagement de la part des banques au même moment et avec la même échéance finale que le prêt principal ; de même, il peut être transformé à un stade ultérieur en tout ou partie sur une base sans recours dans la limite des ratios de couverture. Tout dépassement de coût qui surviendrait après l'achèvement de la galerie de service serait tout d'abord couvert par le prêt stand-by. A une époque aussi avancée, tout surcoût supplémentaire impliquant des moyens de financement nouveaux devrait faire l'objet d'un accord des parties concernées.

D - COMPARAISON DES DEUX MODES

80. Tous les chiffres sont en millions de livres sterling et les dates de remboursement sont fondées sur une construction commençant en janvier 1986 et sur la prévision de Trafic Moyen.

	<u>PREMIER MODE</u>		<u>SECOND MODE</u>	
	<u>Cas de base</u>	<u>Cas avec surcoût</u>	<u>Cas de base</u>	<u>Cas avec surcoût</u>
Taux interne de rentabilité du Projet	17,6 %	15,6 %	17,6 %	15,6 %
<u>Capital</u>				
- Capital total	£ 540	£ 849	£ 540	£ 540
- Capital (valeur 1983)	£ 393	£ 542	£ 393	£ 393
- Rendement	20,4 %	17,3 %	21,6 %	19,9 %
<u>Prêt sans recours</u>				
- Maximum	£ 5398	£ 5396	£ 3494	£ 3329
- Max. (valeur 1983)	£ 1920	£ 1776	£ 1242	£ 996
- Année du dernier amortissement	2000	2002	2002	2002
<u>Obligations des Constructeurs</u>				
- Valeur maximum	0	£ 1018	-	-
- Max. (valeur 1983)	0	£ 235	-	-
- Année du dernier amortissement	-	2004	-	-
<u>Prêt avec recours</u>				
- Maximum	0	£ 1018	£ 868	£ 945
- Max. (valeur 1983)	0	£ 691	£ 336	£ 336
- Année du dernier amortissement	-	2011	1995	1997
<u>Obligations adossées aux revenus</u>				
- Valeur maximum	£ 5290	£ 5758	-	-
- Max. (valeur 1983)	£ 1222	£ 1120	-	-
- Année du dernier amortissement	2007	2013	-	-
<u>Obligations indexées</u>				
- Valeur maximum	-	-	£ 3208	£ 8008
- Max. (valeur 1983)	-	-	£ 572	£ 1428
- Année du dernier amortissement	-	-	2005	2009

Note :

Le scénario avec dépassements de coût figurant dans la seconde méthode de financement admet par hypothèse que ces surcoûts sont connus avant 1988. Par conséquent, le prêt sans recours est assis sur le flux prévisionnel des revenus nets des années 1997 à 2002, avec un engagement en 1988.

81. Les chiffres ci-dessus ne sont pas directement comparables pour les raisons suivantes :

- (a) Dans le cas où il y a des surcoûts, aucune des méthodes de financement ne tient compte des indemnités reçues des compagnies d'assurances en cas de sinistre. En admettant que la plupart de ces coûts soient la résultante de risques assurables et dans la mesure où ils auront été couverts par les polices d'assurance, leur financement avec recours serait réduit d'autant. Cette couverture est relativement plus importante dans la première méthode de financement dans laquelle les surcoûts constituent la seule justification à un financement avec recours pendant la construction.
- (b) Dans le cas de base de la seconde méthode de financement, les obligations indexées, qui atteignent 916 millions de livres sterling, sont émises les troisième et quatrième années de la période de construction. C'est le montant optimum qui permet de maximiser le niveau de l'endettement sans recours à 3.494 millions de livres sterling en 1995.

Les obligations indexées, qui portent intérêt à 9 % et sont émises en dessous du pair, commencent à être remboursées avec les revenus de 2003, c'est-à-dire dès que la dette sans recours est elle-même remboursée. A cette époque-là les intérêts capitalisés auront gonflé la dette obligataire totale qui atteindra 3.211 millions de livres sterling, somme cependant considérablement inférieure à celle qui résulterait d'un prêt avec recours équivalent ou d'obligations classiques à 13 %, soit 5.429 millions de livres sterling. On retire donc un avantage substantiel en émettant des obligations indexées, 2.218 millions de livres sterling économisées dans le cas de base, chiffre porté à 5.214 millions de livres sterling dans le scénario avec dépassements de coût et bas trafic, et cela résulte simplement d'une différence de 4 % dans les taux d'intérêt.

Si l'on se trouvait dans un cas où les intérêts du prêt avec recours ou ceux des obligations classiques à 13 % devaient être versés à leur échéance normale, il faudrait faire d'autres tirages ou d'autres émissions pour y faire face jusqu'en 2003. On comprend donc qu'il faudrait aller tous les ans sur les marchés bancaire ou obligataire pour y trouver au total 4.513 millions de livres sterling de plus, c'est-à-dire un montant égal à la différence entre la valeur maximum du prêt ou de l'emprunt obligataire, soit 5.429 millions de livres sterling, et le montant initial de 916 millions de livres sterling. Dans le scénario avec dépassement de coût et bas trafic, le chiffre calculé de la même façon atteindrait 11.243 millions de livres sterling.

Cela prouve le profit substantiel que l'on peut tirer d'une émission d'obligations indexées si elle est autorisée et si les marchés l'acceptent.

- (c) Puisque l'émission d'obligations indexées réduit le prix de revient du projet en minorant la charge d'intérêts, les investisseurs peuvent bénéficier d'un rendement plus important. Le mode de rémunération des investisseurs explique également qu'il y ait une différence de rendement dans les chiffres ci-dessus.
- (d) Par suite du caractère particulier de chaque méthode proposée, notamment un partage de risque évolutif et un recours à des obligations indexées qui n'existent que dans la seconde méthode, il n'est pas possible de comparer directement les financements avec et sans recours dans les deux méthodes. Par exemple, les obligations indexées ne peuvent pas se comparer aux obligations adossées aux revenus.
82. Les deux méthodes ont été préparées afin de proposer deux concepts différents de partage de risque. Cependant, les deux appellent un soutien des Etats ou de la CEE concernant :
- l'abandon du projet pour des causes politiques : la notion de risque politique couvre tout acte de gouvernement qui annulerait ou détruirait l'équilibre du projet à un quelconque moment de son existence.
 - les mesures pour que tous les travaux périphériques d'infrastructure permettant de relier l'ouvrage aux autres réseaux soient achevés à la date prévisionnelle de fin des travaux.
83. Il est reconnu qu'aucune des deux méthodes ne répond totalement aux exigences des Gouvernements telles qu'elles ont été exprimées dans leur lettre de mission. Néanmoins, ces deux méthodes qui expriment des concepts de financement distincts ont pour objectif de minimiser le niveau de soutien des Etats ou de la CEE apporté à tout le projet.
84. Les deux paragraphes qui suivent montrent comment se partagent dans les deux modes de financement les divers risques entre les principales parties concernées.
85. La première méthode 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 techniques 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 négatif 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.

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.

(*) "Bond Issue Support Agreement"

(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 au 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.

86. Dans la seconde méthode de financement, le partage des risques entre les différentes parties est le suivant :

(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 abandonner le projet et rembourser les investisseurs,
- 2) soit 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 viabilité 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 que,
- 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 de manière à permettre 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) A 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 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 accord 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" (équivalent à un test d'équilibre économique du projet).

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 prédéterminées. Par conséquent, la part de risque supportée par les Etats est considérée comme 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.

E - CONCLUSION

87. Le groupe de banques estime qu'un test permettant de connaître l'opinion du marché est nécessaire étant donné :

- les incertitudes qui règnent quant à l'acceptabilité par les marchés financiers des concepts exposés dans la première méthode de financement, ainsi qu'à un moindre degré, du moins en ce qui concerne les banques, dans la seconde méthode,

- l'importance des engagements demandés aux Etats ou à la CEE dans la seconde méthode, et dans une moindre mesure dans la première méthode, et,
- l'ampleur des financements recherchés.

88. L'objectif de ce test est de permettre aux gouvernements de mieux apprécier et comprendre la capacité et la volonté de tous les partenaires de partager les risques.

89. Pour réaliser ce test, il est proposé d'organiser un contact avec :

- un certain nombre d'investisseurs potentiels
- des grandes banques internationales qui ont l'expérience des financements de projet et des projets d'infrastructure
- quelques entreprises de construction, groupes d'entreprises, et maîtres d'oeuvre potentiels, acceptables pour les gouvernements
- un nombre limité de compagnies d'assurances importantes et,
- la S.N.C.F. et British Rail.

En rencontrant ces interlocuteurs, les représentants des Etats ou de la CEE indiqueront le niveau du soutien qu'ils entendent proposer et les membres du groupe de banques souligneront ce que recouvrent les concepts figurant dans la procédure de financement qu'ils ont conjointement acceptée avec les deux gouvernements.

90. Le but de ces réunions serait de permettre un échange de vues qui conduise à formuler une proposition de partage de risque acceptable par tous. De même, il pourrait être judicieux d'offrir à quelques uns des investisseurs potentiels, à des compagnies d'assurances et à des banques qui participent à ces réunions, la possibilité de contribuer de façon permanente et officieuse aux travaux du groupe d'études. De telles sociétés ou banques ne formeraient pas à elles seules un groupe de placement complet, car le volume des besoins de financement est trop grand pour y parvenir. Cependant, elles pourraient préfigurer de manière très valable un groupe de direction pour une présyndication des fonds propres, des concours bancaires et des risques à couvrir sur le marché de l'assurance.

91. En suivant cette procédure, il n'est pas question d'obtenir un engagement définitif des participants à une stratégie financière elle-même définitive. Les gouvernements doivent se rendre compte que cette démarche ne sera probablement pas totalement concluante car toutes les parties concernées ne s'engageront qu'en fonction de la situation politique, économique, et de l'état du marché qui prévaudront à ce moment-là.

92. Les deux gouvernements doivent savoir que les objectifs de partage de risque qu'ils ont initialement fixés avant de faire le test peuvent devoir être modifiés au vu des réactions du marché. Par conséquent, il en résulte un risque d'arrêt du projet que l'on ne peut ignorer, s'il n'est pas possible d'arriver à une proposition de partage de risque acceptable. Les gouvernements doivent être conscients que ce risque se poursuivra jusqu'à l'engagement des capitaux et il doivent se préparer à agir en conséquence.
93. Si les gouvernements souhaitent arriver conjointement à un plan de financement fondé sur les concepts présentés dans l'une ou l'autre des méthodes de financement, ils doivent reconnaître les difficultés que cela implique et participer totalement au test de marché mentionné plus haut.
94. Les deux modes de financements ne sont pas mutuellement exclusifs. Il y a bien évidemment plusieurs variations possibles entre elles, et le plan de financement définitif ne peut qu'être établi de façon conjointe et acceptable par tous les preneurs de risque. La décision première dans ce montage doit être le fait des gouvernements à qui le présent rapport est destiné.
95. L'idée d'investissement privé d'une telle importance et celle de prêt sans recours s'appliquant à un plan de financement de cette ampleur pour le projet de liaison fixe transmanche constituent un fait sans précédent. A cet égard, il n'a pas été possible de présenter une méthode déjà éprouvée et testée. Le plan définitif devra faire une synthèse des intérêts légitimes des Etats et de la CEE, des investisseurs et prêteurs, ainsi que, dans la mesure du possible, des constructeurs, du marché de l'assurance et des fournisseurs d'équipement, autour d'une formule conjointement acceptée de partage de risque. On ne pourra en arriver là que par la négociation.
96. Le groupe de banques considère que pour faire avancer le financement d'une liaison fixe transmanche, il faut qu'au préalable les gouvernements ou la CEE décident avant d'approcher les marchés de façon générale :

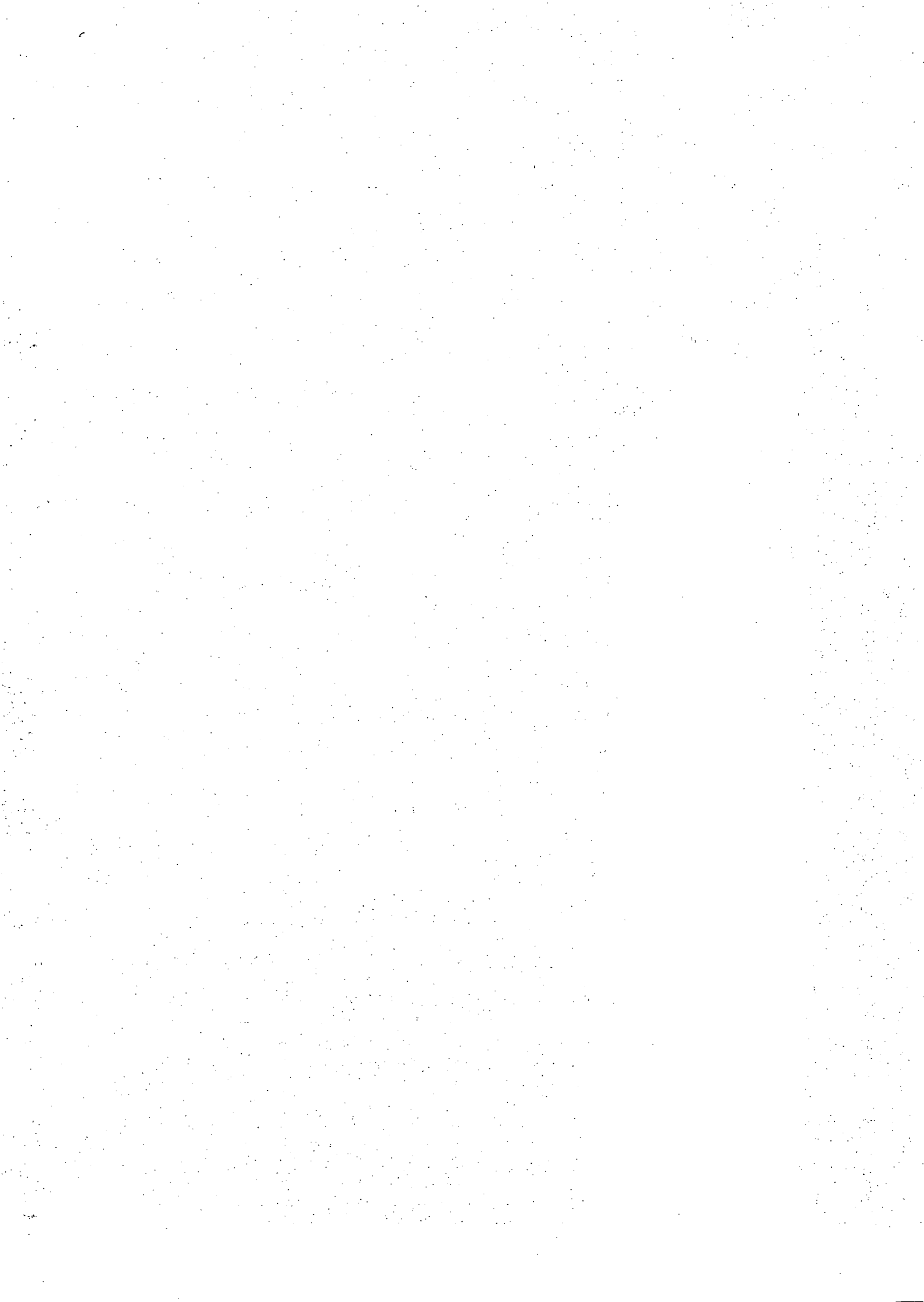
- d'une solution particulière de lien fixe
- du niveau du soutien conjoint qu'ils sont disposés à offrir dans le cadre d'un plan de financement accepté par tous
- de la nature de l'entité (ou des entités) propriétaire à constituer et de l'ensemble de l'organisation administrative à réaliser.

Outre cela, il convient qu'un accord sur les principes du plan de financement inclut :

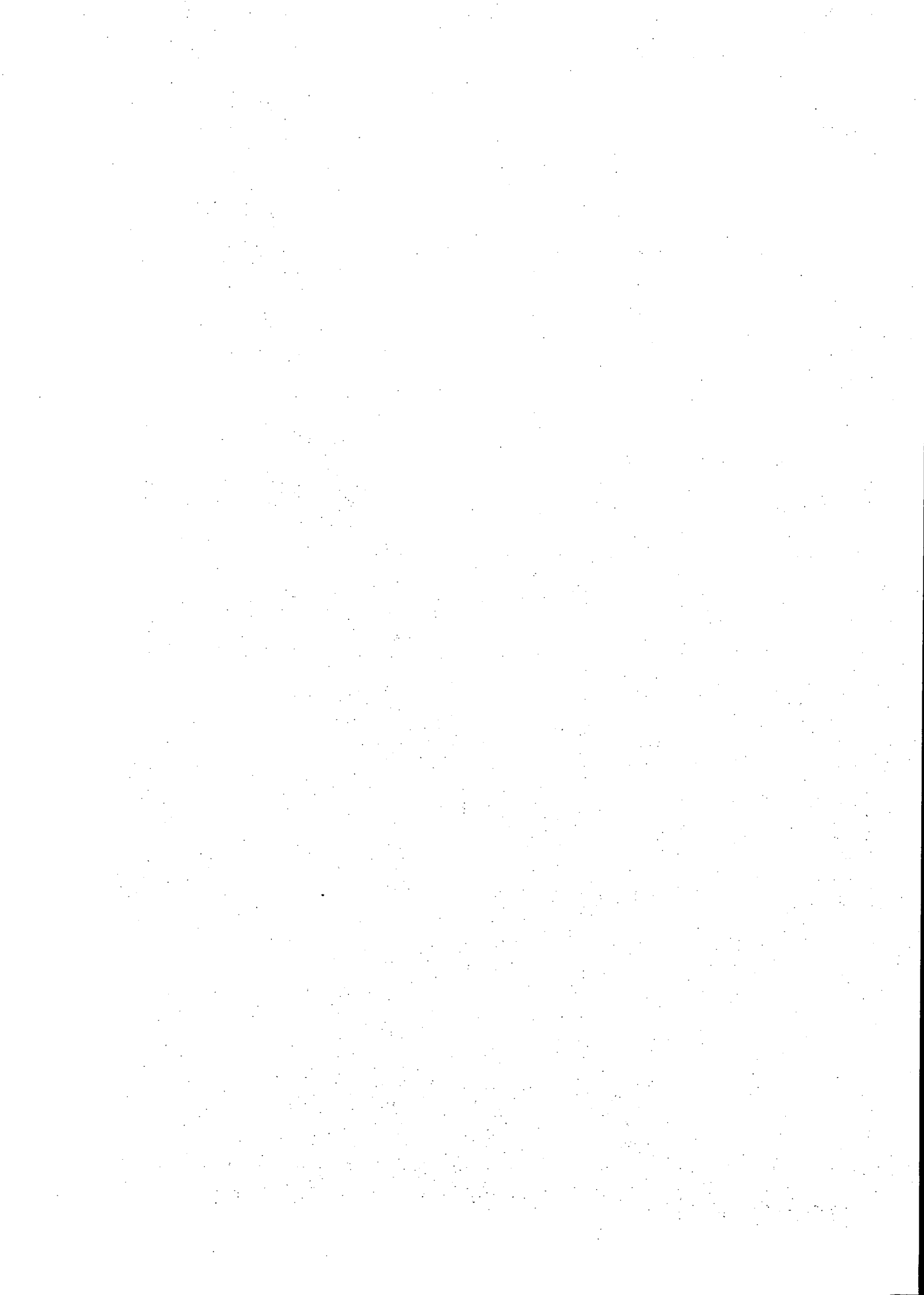
- une ferme indication quant aux termes de la licence
- une définition claire des objectifs commerciaux

- une confirmation que tous les efforts seront faits pour s'entendre sur un statut fiscal satisfaisant et,
- les précisions nécessaires quant à la possibilité puis à l'autorisation d'émettre des obligations indexées dans les deux pays.

97. Le projet n'a pas de soutien naturel d'un groupe d'investisseurs et aucun n'émergera sans des encouragements formels et un support des gouvernements.
98. Le groupe de banques est prêt à aider les gouvernements à réaliser le test de marché, ce qui implique nécessairement un mandat, et à agir à titre de conseiller des gouvernements tout au long de la phase de préparation.



SUPPLEMENT AU RAPPORT



SUPPLEMENT AU RAPPORT

EVALUATION DE LA FAISABILITE FINANCIERE DE PROJETS D'INFRASTRUCTURE DE TRANSPORTS EN EUROPE, DES POSSIBILITES D'INTERVENTION DE LA CEE DANS LEUR FINANCEMENT ET DE L'UTILISATION DES INSTRUMENTS FINANCIERS COMMUNAUTAIRES EXISTANT OU A CREER, A L'OCCASION DU PROJET DE LIAISON FIXE TRANSMANCHE.

Introduction - L'intérêt et l'intervention de la CEE dans l'étude d'une liaison fixe transmanche

1. L'intérêt pour la CEE d'une liaison fixe transmanche entre la Grande-Bretagne et la France a été évalué dans le rapport rédigé, en 1980, par Coopers and Lybrand (UK) et Setec (France).

2. A la suite de la création du groupe bancaire et du mandat octroyé par les gouvernements français et britannique (voir Chapitre 1, page 1 du rapport) le Conseil des Ministres a, par sa décision 3600/82 du 30 décembre 1982, autorisé la Commission des Communautés Européennes (la "Commission") à confier à ces mêmes banques l'étude de certains aspects additionnels relatifs au financement des projets d'infrastructure de transport en général et de la liaison fixe transmanche en particulier.

3. La Commission avait identifié les quatre sphères d'intérêts suivantes :
 - a) le rôle que pourraient jouer les instruments communautaires existants pour le financement d'une liaison fixe transmanche ;
 - b) le champ d'application possible de l'instrument de financement spécifique aux projets d'infrastructure de transport, tel que présentement envisagé ;
 - c) les formes particulières d'assistance - parmi les diverses possibilités d'action offertes à la CEE - qui seraient les plus appropriées aux grands projets d'infrastructure (ou aux projets à durée de vie très étendue) ;
 - d) les possibles lignes de conduite permettant de déterminer le niveau d'assistance requis pour rendre de tels projets finançables ;

toutes susceptibles d'être étudiées avec un point de vue bancaire.

4. Ces problèmes spécifiques sont traités dans le présent Supplément :
 - . Section 1 : principales caractéristiques d'un projet d'infrastructure de transport et approche bancaire pour un "financement de projet" (couvrant notamment les points c) et d) indiqués ci-dessus)
 - . Section 2 : instruments communautaires de financement (points a), b) et c) indiqués ci-dessus).
 - . Conclusions

Cependant ce Supplément ne peut s'apprécier sans l'illustration détaillée que donnent les Parties I et II du Rapport sur le mode d'approche bancaire du financement d'une liaison fixe transmanche ; par la force des choses une partie des réponses aux questions posées ci-dessus, y compris quant aux aspects généraux, se trouvent ou se retrouvent dans le Rapport. Inversement, certaines généralités, qui ne sont traitées que dans ce supplément éclairent les évaluations des types de projets proposés pour une liaison fixe transmanche ainsi que les modes de financement suggérés.

5. Comme convenu dans le contrat avec la CEE daté du 21 juin 1983, le groupe bancaire s'est attaché dans ce Supplément à décrire les possibilités de financement, non seulement dans le contexte des Parties I et II du Rapport mais aussi dans le cadre des grands projets d'infrastructure en général.

Comme tel, le contenu de ce Supplément ne doit pas être considéré comme ajoutant ou rétractant, ni comme étant une variante d'une quelconque considération contenue dans les Parties I et II du Rapport.

. Section 1	p. S 3
. Section 2	p. S 35
. Conclusions	p. S 42

SECTION 1 - PRINCIPALES CARACTERISTIQUES D'UN PROJET D'INFRASTRUCTURE DE TRANSPORT ET APPROCHE BANCAIRE POUR UN "FINANCEMENT DE PROJET"

- A. Application de la notion de "financement de projet" à une infrastructure de transport (paragraphe 1 à 7, pages 3 à 6) ;
- B. Principales caractéristiques d'un grand projet d'infrastructure de transport (paragraphe 8 à 31, pages 6 à 12) ;
- C. Identification et analyse des risques (paragraphe 32 à 48, pages 12 à 17) ;
- D. Sources de financement et leur perception des risques liés au projet (paragraphe 49 à 80, pages 18 à 23) ;
- E. La CEE et son rôle de support initial (paragraphe 81 à 95, pages 23 à 25) ;
- F. Concepts de financements (paragraphe 96 à 137, pages 26 à 32) ;
- F. Conclusions (paragraphe 138 à 146, pages 33 à 35) ;

*
* * *

A. Application de la notion de "financement de projet" à une infrastructure de transport

1. L'expression "financements de projet" a une variété de significations et, de plus, les concepts utilisés par les banques pour monter ces opérations sont en constante évolution ; il apparaît donc nécessaire de trouver une définition qui ait un lien direct avec le type de projet considéré ; pour le financement de grands projets d'infrastructure de transport, celle-ci pourrait se présenter de la façon suivante :

"Le projet financé doit être socialement positif et utile, créateur de biens, et à même, sur la base d'hypothèses techniques et financières faites au début de la construction, de produire un flux de revenus susceptible de :

- couvrir les coûts opératoires,
- offrir aux investisseurs un taux de rendement acceptable,
- faire face au service de la dette et la rembourser totalement dans un délai correspondant aux possibilités offertes par les marchés de capitaux,

et ce, dans la limite de la vie économique envisagée du projet".

2. De nombreux grands projets d'infrastructure de transport continueront à être financés sous la responsabilité de la puissance publique, sur la base de fonds budgétaires ou de financements bénéficiant de la garantie étatique. La substitution de l'intervention des Etats par celle de la CEE ne constitue pas par elle-même un "financement de projet" qui, pour justifier une approche spécifique des marchés des capitaux, implique que d'autres entités que les Etats ou la CEE assument tout ou partie des risques à la fois pendant la période de construction et après la mise en service ; c'est dans ce cadre, qui amène à prévoir un certain niveau d'investissement privé et de prêt "à recours limité", que s'inscrit l'approche financière décrite dans la présente Section.
3. Les différentes parties de la définition proposées au paragraphe 1 ci-dessus, doivent être examinées en détail :

a) "projet socialement positif et utile, créateur de biens"

La CEE agit par définition comme un Etat et la "désirabilité sociale" est essentiellement du domaine étatique ; son étude n'a pas été considérée dans le présent document. Les conditions préalables à la création de bien-être et d'activités peuvent se trouver remplies grâce à l'investissement, qu'il soit public ou privé, mais l'interdépendance avec l'action gouvernementale existe toujours et la répartition des rôles entre les différents secteurs de l'économie relève de la politique du gouvernement : il est donc important de considérer conjointement l'utilité sociale d'un projet et la création de biens qui en résultent. Le rôle des organes de l'Etat ne peut donc être ignoré dans le type de projet étudié ici. Inversement, il est juste de dire que la création d'activités doit aussi être un des buts recherchés pour obtenir du secteur bancaire et des investisseurs privés un partage des risques.

b) "sur la base d'hypothèses techniques et financières faites au début de la construction"

La première condition au démarrage d'un projet est une étude détaillée des prévisions techniques et économiques. Par conséquent une étude de faisabilité complète devra être préparée couvrant :

- le coût et les conditions de la construction ;
- les estimations de revenus et de coûts opératoires ;
- les structures juridiques utilisables pendant les phases de construction et de fonctionnement.

La préparation d'une telle étude entraîne des dépenses de temps et d'argent mais le projet ne peut débiter avant qu'elle soit terminée. De plus les prévisions techniques et financières doivent être actualisées le plus possible jusqu'au moment où la construction commence et elles doivent identifier un flux de revenus ayant un caractère raisonnable et certain.

c) "couvrir les coûts opératoires"

La démonstration doit être faite que le projet pourra fonctionner efficacement pendant la durée de vie économique considérée et que les revenus bruts produits pourront couvrir, par priorité, les coûts opérationnels quotidiens et tout investissement en capital prévisible. Les contraintes juridiques à l'intérieur desquelles le projet opérera et la compétence des dirigeants sont des points importants à considérer pour les prévisions du flux de revenus nets.

d) "offrir aux investisseurs un taux de rendement acceptable"

Les investisseurs, qu'ils proviennent des secteurs public, semi-public ou privé, doivent être traités à égalité pour co-exister au niveau de l'actionnariat ; il faut prioritairement tenir compte de la nécessité pour un investisseur privé de bénéficier d'un rendement sur son investissement qui soit à la fois continu et d'un niveau acceptable et de recevoir des dividendes le plus tôt possible après sa mise de fonds.

L'investisseur appartenant au secteur public ou semi-public prend en considération des facteurs socio-économiques, qui peuvent signifier l'acceptation d'une prise de risque plus importante et d'un étalement plus important des revenus. Mais il est peu probable qu'un investisseur privé accepte de considérer les mêmes éléments ; en conséquence la nécessité de traiter également l'ensemble des investisseurs doit être reconnue et une solution adéquate recherchée et établie, notamment dans le cadre d'un projet où la combinaison du coût et de la durée de construction peuvent résulter en un long délai avant le versement de revenus d'un niveau acceptable.

e) "faire face au service de la dette et la rembourser totalement dans un délai correspondant aux possibilités offertes par les marchés de capitaux"

L'échéance de la dette ne peut pas être indéterminée mais est au contraire -sous réserve de recours à des refinancements- fixée au moment où elle est contractée. Les prêts bancaires ont des échéances à court/moyen terme ; le marché financier offre des durées allant du moyen au long terme. Mais en tout état de cause toutes les formes d'endettement requièrent une échéance finale déterminée à l'avance qui dépend des contraintes du marché auquel il est fait recours. Par conséquent et en tenant compte des possibilités de refinancement, il faut démontrer que le flux des revenus est en mesure de couvrir le service envisagé de la dette, en capital et intérêts. On voit fréquemment évoluer l'endettement des groupes industriels des prêts bancaires à moyen terme vers le marché financier à long terme.

f) "dans la limite de la vie économique envisagée du projet"

Bien que les projets d'infrastructure de transport soient par nature à long terme, il n'est pas aisé de déterminer leur vie économique. En effet, plus lointain est le revenu, moins certaine est la prévision et par conséquent la période de fonctionnement utilisée pour les calculs de prévisions de revenus se doit d'être limitée.

4. Les considérations ci-dessus sont essentiellement destinées à démontrer que préalablement à toute présentation ou syndication du financement d'un grand projet d'infrastructure auprès des marchés de capitaux, il faut établir :

- un document de base présentant, sur la vie économique du projet, l'analyse des risques techniques économiques qui lui sont liés ;
- une structure juridique susceptible de satisfaire les intérêts de l'ensemble des participants pendant les différentes phases du projet (préparation, construction et fonctionnement) ;
- un mode opératoire entre l'entité chargée du projet et les pouvoirs publics.

5. Ainsi cette première Section du Supplément commence par l'examen des Caractéristiques Spéciales aux grands projets d'infrastructure, suivi de l'Identification et de l'Analyse des Risques et enfin de leur appréhension par les sources de financement, ce qui débouche sur le rôle proposé à la CEE.
6. Les concepts de financement possibles sont ensuite indiqués, suivis d'une première conclusion.
7. Ce supplément ne traite en aucune manière les analyses concernant l'"utilité sociale" de chaque projet, qui ont été considérés comme hors du champ d'étude par le groupe de banques.

B. Principales caractéristiques présentées par le financement d'un grand projet d'infrastructure de transport dans la CEE

8. Les grands projets d'infrastructure de transport dans la CEE présentent un certain nombre de caractéristiques spécifiques qui requièrent une attention toute spéciale, et qui sont présentées de la façon suivante :
 - B.1. Promoteurs ("Sponsors") et Actionnaires ;
 - B.2. La participation de la CEE ;
 - B.3. Durée totale du projet (préparation, construction et fonctionnement);
 - B.4. Le coût global ;
 - B.5. Les sources de revenus ;
 - B.6. La propriété des actifs.

B.1. Promoteurs et Actionnaires

9. Les promoteurs et les futurs actionnaires d'un projet doivent constituer un groupe clairement défini ; ceci est toujours le cas lorsque l'actionnariat est public ou semi-public. Cependant, la présence d'investisseurs privés est requise par définition dans les financements des grands projets d'infrastructure de transport étudiés dans cette section supplémentaire.

Dans ces conditions, les problèmes relatifs à l'actionnariat se présentent de la manière suivante :

- a) La CEE peut décider de promouvoir un projet en aidant à la recherche du financement et à la confection de l'étude de faisabilité sans être nécessairement un futur actionnaire. Les gouvernements -hôtes du projet-demeureront continuellement engagés car ils resteront responsables de ses aspects socio-économiques. Cependant ces gouvernements peuvent déléguer leur rôle de promoteur à la CEE et inciter des investisseurs publics, semi-publics et privés à participer.
- b) Le type et la nationalité des actionnaires seront probablement dictés par des considérations politiques des gouvernements concernés (politiques et gouvernements qui peuvent changer avec le temps), mais aussi par la structure juridique adoptée pour la réalisation du projet.

Compte tenu des rôles respectifs des gouvernements et de la CEE, des promoteurs et des futurs actionnaires, des sociétés de construction et des investisseurs potentiels, la situation est suffisamment compliquée pour qu'une méthode d'approche soit fermement convenue dès le départ ; elle devra, dans la mesure du possible, donner priorité aux nécessités financières et techniques du projet plutôt qu'aux considérations politiques du moment.

Si l'ensemble des actionnaires provenait finalement des secteurs public ou semi-public -y compris la CEE- la raison d'être d'un financement "à recours limité" pourrait alors être remise en question ; en effet, cette méthode de financement est substantiellement plus onéreuse qu'un prêt bénéficiant d'une garantie de caractère étatique et a pour principal objet de transférer tout ou partie du risque aux organismes prêteurs.

B.2. La participation de la CEE

10. Le rôle de la CEE en tant que promoteur de projets d'infrastructure a déjà été mentionnée. Cependant il est nécessaire de préciser les raisons pour l'intervention de la CEE et l'étendue de son éventuelle position de promoteur et d'actionnaire.

(a) Les raisons pour la CEE d'intervenir

La raison la plus évidente est le caractère européen du projet. Une pluri-nationalité du projet implique -entre les Etats-hôtes- différentes dispositions et contraintes législatives, fiscales, comptables et monétaires et différentes attitudes politiques.

Si le projet est situé dans un seul pays, l'intervention de la CEE peut être dictée par une des raisons suivantes :

- i) - il n'a pas une priorité suffisante pour être financé par le budget de l'Etat ; et/ou

- le gouvernement de l'Etat concerné est opposé à l'utilisation de ressources budgétaires pour le financement de tels projets ;

ou

- ii) le pays concerné n'est pas en mesure de dégager ou de lever les fonds nécessaires à la réalisation du projet ; cette dernière situation peut résulter d'un flux insuffisant des revenus commerciaux générés à court terme.

Il peut aussi y avoir la volonté globale de la CEE de développer une infrastructure de transport communautaire à travers les pays membres, ou d'autres raisons, telles que la création d'emplois pendant les différentes phases du projet, l'amélioration des conditions de transport entre les nations constituant la CEE et l'ouverture de nouvelles régions au développement industriel ou agricole.

(b) La CEE, promoteur et actionnaire

Du point de vue des marchés des capitaux, les rôles respectifs de la CEE et des gouvernements concernés peuvent être complémentaires et parfois interchangeables ; cependant si la CEE prend la décision d'assister la réalisation d'un projet comme promoteur, et/ou comme actionnaire, son rôle en tant que tel doit être clairement précisé le plus tôt possible.

Il peut être envisagé que la participation de la CEE se concrétise de la façon suivante :

- financer ou garantir le financement nécessaire à la réalisation totale ou partielle des études initiales de faisabilité et des travaux de recherche effectués pendant la "phase de développement" qui précède le début de la construction ;
- agir comme un actionnaire initial afin de :
 - . jouer un rôle incitatif pour d'autres actionnaires potentiels ;
 - . représenter d'autres pays membres et/ou d'autres entités qui ont un intérêt dans le projet ou qui peuvent être des bénéficiaires du projet ;
- couvrir certains risques qui sont inacceptables pour les marchés de capitaux, ou dépassent leur capacité d'absorption pour un seul projet.

B.3. La durée totale du projet (préparation, construction et fonctionnement)

11. Il est de fait que les projets d'infrastructure ont comme caractéristiques générales une période de construction étendue et une durée de fonctionnement très importante. Dans le contexte européen, particulièrement si le but est de monter des financements à "recours limité", il existe d'autres facteurs particuliers.
12. La durée de la "phase de développement" (encore appelée dans ce Rapport "phase de préparation") du projet -c'est-à-dire la période pendant laquelle il est procédé aux études de faisabilité technique et de design, à l'examen financier du projet, à la mise en place de la structure juridique et à la levée initiale des financements- est affectée non seulement par le volume du travail à effectuer, mais aussi par toute indécision environnant le projet. Aussi, comme il l'a été déjà mentionné, cette phase de développement ne peut être harmonieusement planifiée si les promoteurs et les futurs actionnaires ne sont pas clairement identifiables. Il faut aussi une décision ferme quant à la solution technique retenue, qui est souvent un problème de choix entre innovation technologique et recherche d'une relative certitude économique et financière.

13. Les maîtres d'ouvrages délégués et les maîtres d'oeuvre doivent être désignés assez tôt afin de préparer, avec l'aide de consultants, une évaluation fiable du planning des travaux. Alors qu'une idée générale de la durée de construction peut être obtenue au vu des soumissions déposées par des entreprises de travaux publics mises en concurrence, une recherche plus approfondie est nécessaire pour analyser en détail les facteurs de qualité, de coût et de délai menant à une évaluation fiable du rythme de construction ; celle-ci est particulièrement importante car, si l'investissement privé est recherché, l'ensemble des moyens financiers nécessaires à la construction doit être en place avant le début des travaux ou sa mise en place ultérieure doit être assurée par des engagements et un calendrier précis couplés probablement avec un certain support de la CEE ou des gouvernements concernés.

14. Par ailleurs, l'évaluation des problèmes liés à la prise en compte de l'inflation, du volume des intérêts à capitaliser et du délai apporté au versement des premiers dividendes dépendent étroitement de la durée de construction.

15. A condition d'être régulièrement entretenue, une infrastructure de transport a une vie physique importante qui peut être étendue moyennant le renouvellement ou l'amélioration de certaines parties de l'ouvrage. Cependant la vie économique du projet n'est pas nécessairement similaire ; les besoins changent avec le temps et ces variations peuvent avoir pour conséquence ultérieure une utilisation réduite de l'ouvrage. Comme c'est le flux de revenus générés par le fonctionnement de l'ouvrage qui rémunère les investisseurs et couvre le service de la dette, la vie économique doit être évaluée de façon prudente. Les niveaux de tarifs et de trafic sont et doivent être estimés avec prudence mais un doute quant à la fiabilité des prévisions existera toujours ; il doit donc se démontrer que même en tenant compte de retards dans la mise en service et de revenus inférieurs aux prévisions, la viabilité économique du projet n'est pas remise en cause.

B.4. Le coût global

16. Une cotation d'un projet est généralement indiquée en monnaie du moment, ne prenant en considération ni les effets de l'inflation, ni le poids des intérêts intercalaires, notamment pendant les années précédant ou suivant immédiatement la mise en service ; de plus les conséquences de variations cambiales entre les monnaies d'emprunt et celles dans lesquelles sont libellés les revenus peuvent aussi avoir été ignorées.

17. La première étape pour estimer le coût total d'un projet porte sur la fixation d'un profil de dépenses indicatif, couvrant les phases de développement et de construction, y compris une provision raisonnable pour dépassements de coût ; les chiffres résultant de ce profil de dépenses sont alors accrus d'une part au même rythme que l'inflation, et d'autre part du volume des intérêts capitalisés jusqu'au moment où le flux de revenus devient suffisant pour couvrir le paiement des intérêts et commencer le remboursement du capital. Dans tous les cas il y aura une courte période après la mise en service pendant laquelle il sera nécessaire de capitaliser des intérêts.

18. Ces calculs sont nécessaires pour les investisseurs afin de déterminer le montant et le rythme de leur mise de fonds ainsi que pour évaluer les besoins d'emprunts ; les prêteurs, après analyse des prévisions retenues pour cette évaluation, peuvent demander à ce que des hypothèses plus conservatrices soient prises en compte. Sans doute cet exercice de pessimisation risque d'allonger -au moins théoriquement- la période de remboursement mais les prêteurs trouveront dans cette attitude conservatrice plus de motifs d'apaisement que si des hypothèses plus optimistes leur sont présentées.
19. La qualité des études et de l'analyse des précédents sont évidemment essentiels pour permettre une appréhension raisonnable par les établissements financiers concernés.
20. Au total, le montant global indicatif, sur la base duquel les financements seront réunis devrait souvent excéder les estimations préparées par les promoteurs ou les maîtres d'oeuvre ; cette situation due à la nécessité d'inclure dans l'étude la survenance d'un certain nombre d'hypothèses pessimistes éventuelles doit être acceptée et comprise comme une pratique bancaire prudente.

B.5. Les sources de revenus

21. En principe, la source de revenus pour un projet d'infrastructure de transport est un droit ou un tarif levé sur la base du volume de trafic.

Cependant un tel droit -ou tarif- peut ne pas être recueilli directement auprès de l'utilisateur. En effet le développement d'une nouvelle infrastructure de transport, réalisée ou non sous les auspices de la CEE, doit s'intégrer avec le réseau public existant et une nouvelle route peut ne pas être nécessairement une voie à péage. Le principe et la méthode de paiement pour l'utilisation d'un ouvrage sont décidés en tenant compte des possibilités alternatives et des raisons ayant mené à sa construction.

22. Ces difficultés peuvent également se présenter lors de la création d'une ligne de chemin de fer, à moins qu'elle puisse être individualisée, par exemple du centre d'une ville à un aéroport (terminal à terminal). Cependant, même dans ces circonstances un terminal-rail sera normalement imbriqué dans une gare importante et bénéficiera de ses équipements. Sans rendre le financement impossible, les problèmes d'individualisation d'une infrastructure doivent être reconnus et s'ajoutent aux difficultés de financement.

23. Tunnels et ponts permettent de lever simplement une taxe ou un péage, mais même dans ce cas il ne serait pas possible à une nouvelle infrastructure de survivre si elle se trouve en compétition avec un moyen de communication alternatif qui soit géré par le secteur public.
24. Les difficultés que peut rencontrer la société exploitant un ouvrage pour prendre des mesures efficaces susceptibles d'accroître son activité est une autre caractéristique des infrastructures de transport ; en effet cette société offre un seul produit dont le succès dépend largement des mobiles des usagers. La construction même de l'ouvrage peut induire du trafic mais l'existence et le volume du trafic initial sont influencés par des raisons non contrôlées par les actionnaires de la société d'exploitation. L'utilisation d'une autoroute ou d'une déviation dépend du trafic existant sur les voies actuelles dont le niveau est en relation avec la situation économique. L'avenir d'une liaison menant à un aéroport dépend de l'activité de celui-ci ; ce trafic ou cette activité sont eux-mêmes affectés par la situation économique. De telles constatations se vérifient également pour des tunnels et des ponts qui doivent par évidence être intégrés à l'infrastructure existante et bénéficier de son trafic.
25. De plus les actionnaires peuvent ne pas être en mesure d'améliorer leurs revenus en ajustant le niveau des péages ; dans de nombreux cas un nouvel ouvrage peut présenter un caractère monopolistique s'il est contrôlé par la CEE et l'ensemble des pays membres. Il est certain que les critères utilisés pour la fixation d'une structure de tarifs devraient être "pleinement commerciaux" mais cette définition est parfois difficile à quantifier. Pour le moins une structure de tarifs "commerciaux" doit être déterminée afin de produire un flux de revenus suffisant pour, à la fois, couvrir le service de la dette, la rembourser à l'échéance finale prévue et assurer aux investisseurs un rendement acceptable.
26. Ces considérations montrent qu'il est difficile de préciser clairement les sources de revenus disponibles pour un projet d'infrastructure de transport ; de plus les pouvoirs publics sont impliqués à un degré plus important que dans un autre secteur industriel quant aux facteurs déterminant la structure des revenus.

B.4. La propriété des actifs

27. Lorsqu'un investisseur achète les actions d'une société, celle-ci est sensée posséder ses propres actifs ; un prêteur qui avance des fonds "à recours limité" est normalement en mesure de bénéficier d'une garantie réelle prise sur les immobilisations financées. Cependant, dans le cas d'une infrastructure de transport, les actifs créés peuvent ne pas être à la libre disposition de l'entité emprunteuse ou exploitante ; en effet, il n'est pas possible, dans de nombreux pays qu'une route soit privatisée lorsqu'elle fait partie intégrante du réseau public. Même lorsque la possibilité existe légalement, elle peut être sujette à des conditions que les actionnaires ne sont pas en mesure de remplir ou d'accepter comme risques ou charges éventuels, comme : drainage, nettoyage, déneigement, sablage et salage, surveillance, éclairage, prévention des accidents et assistance, dépannage des véhicules ...

28. La majorité de lignes ferroviaires sont nationalisées. Les réglementations qui s'appliquent à leur exploitation, notamment sur le plan de la sécurité sont centralisées et s'appliqueraient à toute ligne privatisée, ouverte au public et faisant partie du réseau.
29. Ces facteurs s'appliquent également aux ponts et aux tunnels mais, même s'ils peuvent paraître a priori moins contraignants, l'environnement est peu comparable à celui dont bénéficie une installation industrielle.
30. Les projets d'infrastructure avec participation privée doivent normalement fonctionner dans le cadre d'un accord avec les pouvoirs publics et avec la CEE ; bien qu'il puisse s'agir d'une concession à perpétuité, il est plus probable que cet accord soit renouvelable à intervalles réguliers et prolongé dans le temps. Pour que cela soit possible, il faut que le projet repose sur une entité séparée et identifiable.

Dans le cas d'un accord renouvelable, la propriété de actifs serait rendue à l'Etat en cas de non-renouvellement avec la possible conséquence d'une mise en liquidation de la société exploitante ; si cette éventualité survenait les investisseurs n'auraient pas été de véritables actionnaires mais des prêteurs à très long terme. Ils doivent donc être en mesure d'espérer non seulement le paiement de dividende mais aussi l'amortissement du capital investi. Cette remarque influence la détermination des besoins financiers et la clé de répartition des revenus.

Résumé

31. Tous les caractéristiques particulières revues ci-dessus donnent une dimension accrue à l'identification et à l'analyse des risques ; elles impliquent également des contraintes sur le processus de financement et sur la possibilité d'attirer les investisseurs privés et les prêteurs sans recours. Elles auront donc des conséquences sur les structures de garanties qui peuvent être utilisées.

C. Identification et analyse des risques

32. Avant d'étudier le financement de n'importe quel projet, il est nécessaire que sa viabilité technique et économique soit prouvée. Il faut donc démontrer que :
- a) les facteurs de coût, de temps et de qualité peuvent être contrôlés pendant les périodes d'étude et de construction ;
 - b) l'ouvrage peut fonctionner de façon satisfaisante et continue ;
 - c) le revenu net envisagé -sur une période de fonctionnement raisonnable- sera suffisant pour assurer le service de la dette et son remboursement dans les délais prévus ainsi qu'un rendement acceptable pour les investisseurs.
33. Pour que le projet se révèle présentable aux marchés de capitaux, une bonne expérience des techniques utilisées doit exister et il est nécessaire que les risques économiques puissent être appréhendés de façon satisfaisante. En pratique, les risques techniques et économiques sont partiellement inter-dépendants et tout test de viabilité économique doit en tenir compte.

34. La constatation précédente n'implique pas qu'un financement à "recours limité" n'est pas en mesure d'intégrer l'utilisation de techniques nouvelles ; cependant les prêteurs demandent à être confortés sur les domaines qui apparaissent, dès le départ non conformes à une technologie établie ; confort dont le niveau peut varier dans l'absolu et dans le temps, suivant le degré d'innovation en question et qui suppose bien souvent la garantie d'un tiers acceptable.

C.1. Identification des risques

35. L'appréhension des risques d'un projet peut être facilitée par l'établissement d'une liste indicative des caractéristiques du projet qui apparaissent a priori susceptibles de devoir être systématiquement analysées. Pour un grand projet d'infrastructure de transport en Europe, une proposition de liste est donnée ci-après :

- 32 - Risques techniques
- 33 - Risques économiques
- 34 - Risques interdépendants

36. Examen des risques techniques

- a) Terrain : incluant les caractéristiques du sol, les problèmes géologiques, les conditions météorologiques et tout problème structurel ou géologique, particulièrement ceux ayant un caractère inhabituel ;
- b) Techniques de construction : couvrent l'ensemble des techniques utilisées pour la construction et surtout celles qui n'auraient pas été précédemment testées ,
- c) Matériels utilisés : cet examen doit inclure une analyse de l'adéquation et de la disponibilité des matériels qu'il est proposé d'utiliser. Les sources d'approvisionnement doivent être identifiées et les dispositions logistiques analysées. Ici aussi on insistera sur tout matériel qui n'aurait pas fait l'objet de précédentes utilisations dans les mêmes conditions.
- d) Conditions nécessaires au fonctionnement : air conditionné, électricité, sécurité et autres réglementations gouvernementales ou statutaires ;
- e) Procédure de fonctionnement : cette rubrique couvre la façon dont le fonctionnement sera organisé afin de remplir les conditions présentées ci-dessus. Une analyse particulière doit couvrir les procédures qui sont primordiales pour le bon fonctionnement du projet, mais sortent du champ de contrôle de la société exploitante : acheminement du trafic à l'entrée et à la sortie, organisation des services de douanes si passage de frontière il y a ...
- f) Maintenance : incluant non seulement l'entretien mais aussi la maintenance exceptionnelle. Cette rubrique doit être analysée en même temps que les deux paragraphes d) et e) ci-dessus afin qu'un niveau maximum d'utilisation soit obtenu. Il faut mesurer les conséquences d'une permanente utilisation maximale.

37. Examen des risques économiques

- a) Degré d'exactitude de l'estimation de coût global : il s'agit d'un point crucial : une sous-estimation aurait pour résultat une déficience quant au montant de financement réuni alors qu'une sur-estimation entraînerait sans nécessité des charges supplémentaires pour rémunérer l'engagement bancaire. Les facteurs qui ont une influence pour l'estimation du coût global ont été mentionnés en B.4. ci-dessus. Il existe une forte corrélation entre ce risque et ceux repris ci-dessous de b) à e).
- b) Planning de dépenses : celui-ci doit couvrir à la fois la phase de préparation et celle de construction. Une altération sensible du planning de travaux peut avoir comme résultat immédiat un accroissement sensible du coût global ;
- c) Dépassement de coût : ce risque doit être couvert dans tout projet. Sans doute des provisions pour dépassements de coût sont déjà incluses dans les propositions des constructeurs et d'autres doivent être prévues par la société responsable du développement du projet. Cependant dans un certain nombre de projets, le risque de dépassement de coûts est extrêmement difficile à évaluer. Pour les très grands projets, où le coût global est déjà très important, les établissements bancaires ne sont pas en mesure d'accepter ce risque et, par conséquent il est nécessaire que les pouvoirs publics (CEE ou gouvernements) apportent leur support ; certains aspects de ce risque peuvent également être partagés avec le marché de l'assurance.
- d) Degré d'exactitude des prévisions de trafics : il s'agit à la fois d'un facteur essentiel pour une infrastructure de transports et d'un secteur où les marchés des capitaux ont une expérience limitée, ce qui les amènera à prendre une position essentiellement conservatrice.
- e) Estimations des structures de tarifs (taxes ou péages) : ces estimations peuvent être établies :
- . soit à partir d'une structure de tarifs connue et proposée par un concurrent ;
 - . soit à partir du coût du projet et des prévisions de trafics, dans le but d'obtenir un taux de rendement adéquat.

Par ailleurs, demeure le risque d'une intervention des pouvoirs publics dans la procédure de fixation des tarifs, pour lequel les apaisements nécessaires doivent être donnés afin que la nature "commerciale" des activités de la société exploitante soit protégée ; autrement les investisseurs et prêteurs "sans recours" verraient leur position faussée par rapport aux estimations sur lesquelles ils se sont basés pour l'analyse et la prise des risques du projet.

- f) Défaut d'un contractant, d'un fournisseur, d'un investisseur ou d'un prêteur : ce risque ne peut être évité mais seulement atténué grâce au choix des parties intervenantes, dont la taille, le standing international et la réputation doivent être aussi importants que possible.

Par ailleurs le défaut d'un contractant ou d'un fournisseur peut être couvert -mais pas dans tous ses aspects- par le marché de l'assurance. Quant aux investisseurs, leur intervention, pour couvrir une partie d'éventuels dépassements de coûts hors de la période initiale de la construction, ne peut être envisagée qu'à un moment proche de la mise en service ou plus normalement lorsqu'un flux de revenus stable est constaté.

- g) Régime fiscal : il s'agit d'un domaine complexe présentant de nombreuses difficultés, provenant notamment de l'existence de régimes nationaux différents si le projet est bi-national ou multi-national ; il est souhaitable, et même nécessaire, que les estimations de revenus puissent prendre en compte une taxation harmonieuse du projet.

38. Risques interdépendants

La plupart des facteurs revus ci-dessus sont par nature interdépendants ; un certain nombre d'autres facteurs doit également être ajouté à cette liste:

- a) Degré d'exactitude des études de faisabilité technique : les marchés des capitaux sont très sensibles à la qualité professionnelle des consultants : il est donc primordial que tous les points techniques soient couverts par les experts les plus réputés en chaque domaine.
- b) L'étendue des travaux de design : le degré d'exactitude des évaluations de coût dépend de celui des travaux de design. Il est usuel pour les projets d'infrastructure demeurant sous la responsabilité des pouvoirs publics de démarrer les travaux sur la base d'un design global et de préciser celui-ci au fur et à mesure de l'avancement de la construction: cette procédure convient bien aux contrats de construction "à la marge" et donne la flexibilité nécessaire aux ingénieurs tant de la société exploitante que des compagnies contractantes. Pour de grands projets ce système est insuffisant car le planning de travaux et de dépenses doit être suffisamment précis pour que les estimations de coût initiales soient crédibles.
- c) Efficacité de la structure juridique pendant la période de construction : quelle que soit la compétence des sociétés contractantes, elles doivent travailler à l'intérieur d'une organisation permettant de prendre efficacement les décisions nécessaires pour que soient respectés délais et coûts de construction. Cette efficacité est particulièrement difficile à obtenir pour de grands projets, et les difficultés sont même exacerbées pour des projets pluri-nationaux suivis par plusieurs maître d'ouvrage délégués.
- d) Efficacité de l'organisation pendant la période de fonctionnement : ce domaine est tout à fait sensible dans le cas de projets multi-nationaux compte tenu des aspirations nationales et de l'application des réglementations sociales différentes.
- e) Marché de l'assurance : les grands projets -dans quelque secteur que ce soit- impliquent des risques inhabituels pour les assurances et un dialogue continu doit être maintenu pendant toute la phase de préparation avec les représentants du marché des assurances afin que celui-ci soit correctement approché et que toutes les possibilités de polices d'assurances et de leur coûts soient étudiées.
- Il s'agit là d'un domaine fondamental où une extension du rôle des assurances dans le partage des risques apparaît grandement souhaitable.
- f) Compétence des maîtres d'ouvrages délégués, des principaux entrepreneurs et de la direction de la société exploitante : elle est essentielle à l'appréciation que les investisseurs et prêteurs portent sur le projet.
- g) Conflits d'intérêt : ils sont toujours possibles si les intérêts en présence divergent, notamment lorsqu'il s'agit d'un projet bi-national ou multi-national.

- h) Difficultés politiques nationales ou locales : elles ne peuvent être évitées à cause de l'importance que présente un grand projet d'infrastructure présente trop d'importance sur les plans national ou local.

C.2. Analyse des risques

39. Après avoir identifié les risques, il faut les analyser à la fois séparément et globalement afin qu'il puisse être procédé à un test de viabilité économique du projet et qu'une décision sur sa faisabilité financière soit prise.
40. Pour une infrastructure de transport, il est nécessaire de recueillir l'avis d'un expert sur les prévisions de trafic ; ses estimations doivent être basées sur une documentation et une argumentation détaillées et inclure une étude de probabilités, afin d'établir un cas de base s'appuyant sur une hypothèse médiane et prudente. Des niveaux supérieurs et inférieurs de trafic doivent aussi être choisis pour préparer une analyse de sensibilité.

La structure envisagée pour le tarif ne peut être ignorée dans la mesure où la demande peut être élastique et donc dépendre partiellement du prix : il sera tenu compte de toute structure de tarifs comparative existant éventuellement sur une voie de transport susceptible d'être en compétition avec le système envisagé.

41. Une fois la documentation technique assemblée et un certain nombre d'offres reçues des contractants et fournisseurs potentiels, une première analyse des travaux de design peut être effectuée afin de déterminer (1) une provision normale pour dépassement de coûts qu'il est nécessaire d'ajouter au prix de base proposé, (2) le planning des travaux et (3) la durée totale de construction : il est alors possible de procéder à une évaluation initiale du coût total. A cet effet, la sélection des hypothèses de taux d'inflation, de taux d'intérêt, de différentiel entre ces deux éléments et, si nécessaire, des possibles variations de change (si biens et services sont cotés en diverses devises) doit être effectuée avec prudence. Même si le projet est multi-national, il faut bien exprimer une estimation de coût global en une seule devise.
42. Il faut également tirer les conséquences de l'analyse des risques techniques en tentant d'estimer le montant approprié de dépassement de coût qui doit être utilisé dans le "cas de base initial" ainsi que le niveau maximum que ces dépassements semblent susceptibles d'atteindre, ce qui sera inclus dans les analyses de sensibilité.
43. La préparation d'un "cas de base initial" pour les grands projets d'infrastructure se heurte à l'importante difficulté d'y inclure l'analyse complète du régime fiscal applicable. Ce problème d'imposition doit cependant être abordé lorsque le "cas de base initial" est discuté avec les gouvernements concernés, couvrant également la taxation indirecte et les possibilités d'incitation fiscale, qui peuvent être d'une particulière importance pour les investisseurs privés. Avant la présentation aux marchés des capitaux une analyse complète -après taxes- doit être faite.

44. Suivant ces travaux initiaux, l'analyse de certaines composantes du projet ne peut être approfondie que pendant une "phase de préparation" par un groupe opérationnel regroupant les principales parties concernées : sociétés contractantes, assureurs, financiers, banquiers et investisseurs.
45. Ce groupe opérationnel ne pourra en tout état de cause fonctionner qu'en liaison avec les autorités du/des pays hôtes et avec la CEE.
46. Il doit être compris qu'une forte proportion de grands projets sont arrêtés pendant cette "phase de préparation". Ces échecs n'ont pas nécessairement de lien avec les risques techniques et économiques mais peuvent souvent être la résultante de conflits d'intérêts sous-jacents qui se manifestent lorsqu'on approche du commencement de la construction. Le refus des marchés de capitaux d'accepter les risques du projet peut être une autre source d'échec : il est donc important d'obtenir les engagements financiers nécessaires le plus tôt possible. La communauté d'intérêts est un élément primordial de succès pour tout grand projet.
47. A la suite de l'analyse plus approfondie à laquelle il est procédé pendant la "période de préparation" et à condition que l'environnement juridique du projet soit mis en place, un prospectus/memorandum d'information peut être préparé afin d'offrir formellement l'opération aux marchés de capitaux. Ce document doit reprendre une analyse économique détaillée du projet, et une explication des caractéristiques techniques susceptibles d'être confortées par une documentation supplémentaire c'est-à-dire l'étude de faisabilité technique, les prévisions de trafic et autres rapports d'expertise.
48. Un facteur essentiel dans la préparation de ce document est la sélection d'une période appropriée pour l'analyse des revenus. Comme il a déjà été mentionné la vie physique et économique d'un projet d'infrastructure n'est pas nécessairement la même et la période de revenus prise en compte peut difficilement être supérieure à 25 ans ; d'autre part le remboursement final de l'ensemble de l'endettement, accompagné du versement d'un revenu adéquat aux investisseurs, doit être prévu non seulement en deçà de cette limite, mais encore en tenant compte des diverses contraintes imposées tant par les marchés de capitaux quant à la durée des financements que par les incertitudes relatives à la prévision à long terme.

Ces considérations ne s'appliquent pas seulement au "cas de base" mais aussi au "cas pessimiste" couvrant à la fois les hypothèses de dépassements de coûts substantiels et de trafic bas. Bien entendu les investisseurs et les prêteurs souhaitent également être en mesure de considérer un "cas optimiste" de coût limité et de trafic élevé.

Pour l'investisseur ces analyses de sensibilité apportent une indication du ratio risque/revenu : plus grand est le risque dans le cas pessimiste, plus élevé doit être le profit potentiel dans le cas optimiste ; mais il est important que le "cas de base" puisse être considéré comme l'hypothèse la plus probable.

Pour le prêteur, il en est de même, bien que les décisions finales soient prises sur la base d'évaluations conservatrices.

D. Les sources de financement et leur perception des risques liés au projet

49. L'analyse de la perception par les marchés de capitaux des risques liés au projet commence naturellement par celle des sources de financement privé (l'adjectif privé s'oppose ici aux opérations sur fonds budgétaires ou garanties par les Etats ou la CEE) qui sont essentiellement : les investisseurs et les banques. Un certain nombre d'autres intervenants peuvent être considérés plus comme des participants à un partage des risques que comme des sources de financements :

- . les contractants qui peuvent accepter un certain niveau de risque dans le cadre de leurs contrats de construction ;
- . les assureurs qui sont susceptibles de couvrir une partie de certains risques déterminés, et ce, tant pendant les phases de construction que de fonctionnement.

D.1. Les marchés financiers ; a) investissement en capital ;
b) émissions obligataires.

D.2. Les marchés bancaires.

D.3. L'évolution de la perception des risques pendant la vie du projet.

D.4. Résumé du partage des risques.

D.1. Les marchés financiers

a) Investissement en capital

50. Historiquement la principale source de capital était les épargnants individuels susceptibles de risquer une partie de leurs avoirs pour obtenir un rendement substantiel : plusieurs projets fameux d'infrastructure internationale ont été financés sur cette base.

51. Aujourd'hui le capital susceptible d'être investi est principalement dans les mains d'investisseurs institutionnels qui se doivent d'être prudents car ils sont dépositaires des fonds du public : il s'agit principalement des caisses de retraite, des compagnies d'assurance et des institutions d'épargne. Toutes ces catégories ne sont pas actives dans chacun des pays membres de la CEE mais l'équilibre général du marché financier y est le même.

52. Le montant d'investissement purement privé susceptible d'être levé pour un grand projet est extrêmement faible : une offre publique d'actions, à condition qu'elle soit autorisée, peut réunir quelque argent pour un projet attractif et faisant appel au prestige national mais le montant ne peut que demeurer marginal par rapport à l'ensemble des besoins, même si la présence d'incitations fiscales peut susciter l'intérêt des investisseurs.

53. Cependant la création d'une nouvelle société destinée à développer un grand projet ne peut se comprendre sans un capital initial minimum. Dans le cas d'une infrastructure de transport, les caractéristiques suivantes sont particulièrement importantes :

- compte tenu de la durée de la construction, le délai entre la mise de fonds et le versement des premiers revenus est nécessairement long. En plus de leur perception du taux de rendement, les investisseurs doivent être motivés par d'autres considérations : retombées commerciales, incitations fiscales ... ;
- pour lever un montant significatif de fonds il faut tenir compte du souhait des investisseurs de recevoir un revenu régulier dans le choix du papier offert ;
- le capital doit couvrir les dépenses initiales et l'investisseur souhaite normalement que toutes les autres sources de financement soient disponibles ou au moins fassent l'objet d'engagements fermes dès le début de la construction. Si cela n'est pas possible, un support des Etats ou de la CEE peut devenir nécessaire afin de protéger les actionnaires initiaux contre le risque de non-syndication ultérieure.

54. A l'approche de l'achèvement de la construction, il peut être plus aisé de procéder à des augmentations de capital par voie d'offre au public à condition qu'une large part du risque de construction ait disparu. Cependant l'utilité de fonds levés à ce moment se limite à la couverture des éventuels dépassements ou à la diminution de l'endettement extérieur ; par ailleurs les droits des actionnaires initiaux doivent être protégés.

b) Emissions obligataires

55. Il est essentiel de pouvoir utiliser les marchés financiers, qui représentent la seule source de financement à long terme.

Le long terme n'est pas indéfini et, si une échéance de 20 ans peut être recherchée sur certains marchés, la moyenne des durées qu'il est possible d'obtenir est moins importante ; quant aux périodes plus longues (25 ans par exemple) les montants susceptibles d'être levés sont limités.

56. L'élément essentiel pour le recours aux marchés obligataires lorsqu'il s'agit de trouver des montants substantiels est l'obtention d'un rating de premier ordre (AAA) ; un rating inférieur (A ou AA) permet de lever des fonds de manière plus modeste et pas toujours de façon régulière.

En ce domaine un nouveau projet sans historique de fonctionnement ne peut obtenir de tels ratings, ni même être coté en bourse. Il faut donc, soit obtenir une garantie extérieure de qualité AAA, soit ne lever des fonds que lorsqu'un flux de revenus positif est atteint après la mise en service du projet.

D.2. Les marchés bancaires

57. Pendant la dernière décade, les établissements bancaires ont progressivement pris un large rôle dans le financement des grands projets. On a pu aussi noter un mouvement graduel vers un allongement de la durée des financements bancaires, jusqu'à un maximum de 15 ans pour les prêts "à recours limité" ; sans doute, s'agit-il seulement d'une source de financement à moyen terme, mais ce sont les établissements bancaires qui ont développé, à travers ce type de crédits, une expertise en financement de projets.

58. Cependant il faut noter que cette expertise s'est développée afin de satisfaire les besoins des industries pétrolières et minières, et non initialement à l'occasion du financement des projets d'infrastructure.
59. Une des principales différences entre les deux types de projets concerne le flux de revenus : un gisement de pétrole a une durée de vie limitée et relativement courte avec un profil de production habituellement décroissant, alors qu'une infrastructure de transport -comme il a déjà été indiqué- a une vie physique très longue et un profil de revenus continuellement croissant.

Cependant ils requièrent tous les deux des engagements financiers substantiels et à terme de 10 ans ou plus. Si les banques ont donc développé des méthodes de financement basées sur un flux de revenus et d'un terme équivalent, elles n'ont jamais offert ces financements isolément, sans un partage de risque avec des tiers, promoteurs ou autres.

- . Ceux-ci sont clairement identifiables lorsqu'il s'agit d'un secteur économique à tradition établie et dont les principaux intervenants offrent une importante surface financière ; mais cette exigence est plus difficile à satisfaire -hors des pouvoirs publics- pour un projet d'infrastructure nouvelle. Il faudra utiliser une approche différente mais les marchés bancaires ont une grande capacité d'adaptation.
60. Il est important de souligner qu'en participant à des schémas de partage de risque, les établissements bancaires demeurent fondamentalement prudents tant au niveau de la prise de risque que du montant engagé sur un seul projet ; les banques s'appliquent à respecter des pratiques bancaires saines et sont conscientes de la responsabilité qu'elles ont vis-à-vis des actionnaires et des déposants. A côté d'une prise de risque, elles rendent un service, notamment quant à la flexibilité des engagements et des rythmes de remboursement.

D.3. L'évolution de la perception des risques pendant la vie du projet

61. Compte tenu des contraintes des marchés, il est nécessaire que le prospectus/memorandum d'information présente un partage de risque jugé a priori acceptable ; s'il est estimé que les marchés ne peuvent accepter de prendre la totalité des risques, la structure de garantie proposée doit comprendre des engagements pris par les pouvoirs publics.
62. La participation respective des marchés financiers, des banques et des pouvoirs publics (plus celle -éventuelle- des contractants et des assureurs) ne sera pas identique pour chaque projet. Il n'existe pas de règle unique applicable en toutes circonstances, mais plutôt des principes sur les méthodes d'analyse à suivre.
63. Le risque varie avec le temps. Un engagement financier pris au début de la construction implique un plus grand risque que s'il est pris après la mise en service ; bien que les risques peuvent faire l'objet de partage et même de transfert, ils ne peuvent être évités.

64. La période de risque maximum est celle de la "phase de préparation" ; les dépenses de cette période peuvent être entièrement perdues si le projet n'est pas commencé.
65. Dans l'intensité du risque, l'étape suivante est celle des premières années de travaux, pendant lesquelles les techniques de construction sont testées, les prévisions relatives au planning des dépenses et au coût total et les structures administratives mises à l'épreuve.
66. Pendant la période suivante -jusqu'à la mise en service- peut être constatée la survenance ou non des risques liés à la construction ; l'essentiel des dépassements de coûts, décelés ou non auparavant, interviennent à ce moment.
67. Il est presque inévitable que les estimations de revenus -trafics et tarifs- soient altérées pendant les deux phases de préparation et de construction et l'évaluation des conséquences résultant de la survenance de délais ou de dépassement de coûts dépend aussi des changements intervenus dans les prévisions de revenus. Il est probable que le risque tend à diminuer à l'approche de l'ouverture, les réactions du public et des éventuels moyens de transport en compétition étant alors mieux cernés ; mais il est difficile de savoir dans quelle direction varieront les estimations et quel sera le degré de variation.
68. Le niveau de risque économique diminue réellement après un petit nombre d'années de fonctionnement lorsque peut être fait le bilan initial du fonctionnement technique et surtout constaté l'établissement d'un trafic de base ; des améliorations, soit techniques, soit relevant de la politique commerciale peuvent alors être décidées.
69. Ensuite, et même si certains éléments de risques subsistent, notamment sur la progression du trafic et l'augmentation des tarifs, le projet devient alors une société établie, susceptible de recourir aux refinancements nécessaires.
70. En procédant à une première analyse d'un possible partage de risques entre les différentes sources de financement, il faut tenir compte que la prise d'un risque ne va pas de soi et qu'une négociation doit s'établir : si un risque n'est définitivement pas accepté par une partie, il doit l'être par une autre. Si certains risques résiduels ne peuvent être assumés par un intervenant au financement, un support adéquat des pouvoirs publics est alors nécessaire pour lancer le projet.

D.4. Première approche d'un partage des risques

71. Au-delà d'un support fourni par les Etats et la CEE, un partage de risques peut, sur les bases indiquées ci-dessous, être ébauché entre les sociétés contractantes, les marchés financiers, les banques et les compagnies d'assurances ; leurs contraintes sont rappelées ci-dessous :

a) sociétés contractantes

Les sociétés de construction ne pourront assumer qu'une quantité réduite de risques, d'une part parce qu'elles chercheront à les éviter, d'autre part parce qu'elles ne peuvent le faire que proportionnellement à leur capacité financière. Le contrat de construction doit être rédigé à cette fin et prévoir un intéressement quant aux résultats des travaux ou un blocage ou un réinvestissement d'une partie des sommes facturées.

b) Les marchés financiers

73. Les marchés financiers doivent fournir l'investissement initial, sans quoi le projet ne peut être envisagé. Une société doit être constituée avec un capital social fixé à un niveau minimum acceptable, destiné en général à couvrir les premières années de travaux. Quant à la "phase de préparation" antérieure à la construction, il est très improbable que des montants substantiels puissent être trouvés et une levée de fonds ne peut même pas être envisagée avant un moment proche du début de la construction.
74. Les marchés financiers représentent également une source de fonds à long terme et des obligations de plusieurs types peuvent être émises après une période minimum de construction lorsque le flux de revenus nets apparaît suffisant pour assurer le service de la dette. Si de telles émissions sont envisagées avant cette date, elles doivent bénéficier d'une garantie inconditionnelle extérieure. Quel que soit le moment de l'émission, le support emprunteur doit bénéficier d'un rating suffisant, par ses propres performances ou sur la base de la qualité des garanties obtenues.

c) Les établissements bancaires

75. Le marché bancaire offre le plus fort degré de flexibilité ; les banques ont récemment accepté, dans certains "financements de projets", de s'engager avant le début des travaux (impliquant ainsi la prise du risque de bonne fin) même si aucun tirage substantiel n'est normalement autorisé pendant la phase initiale de construction. De toute façon l'acceptabilité des risques techniques et économiques doit être démontrée : les banques n'acceptent ni un risque technique substantiel, ni un risque imprévisible de revenus, ni un délai indéfini de remboursement.
76. La capacité des banques à assumer le risque de dépassement de coûts est fort limitée et inadéquate pour les grands projets ; pour ceux-ci, et à condition que la viabilité économique du projet continue d'être prouvée, une assurance sur la disponibilité de l'ensemble des fonds nécessaires pour les couvrir (à leur niveau maximum envisagé) doit exister.
77. Mais la plus grave difficulté présentée par le marché bancaire est l'échéance présumée des prêts qui, à l'heure actuelle, ne peut raisonnablement dépasser 15 ans.
78. Dans ces conditions, il est obligatoire, soit de limiter le montant du prêt au niveau susceptible d'être remboursé -après service des intérêts- sur cette durée de 15 ans, soit de mettre en place un mécanisme de refinancement, présentant un caractère assez certain pour être acceptable aux prêteurs initiaux.

d) Le marché de l'assurance

79. Il s'agit d'un marché du risque qui travaille normalement sur une base actuarielle, de combinaison et de répartition des risques et de la syndication de ceux-ci. Mais, pour un grand projet, leur importance est telle qu'une procédure d'analyse et d'appréhension progressive des risques doit prendre place pendant la "phase de préparation". De nombreux domaines peuvent être couverts, et notamment une certaine sécurité obtenue quant aux dépassements de coûts. Mais le marché de l'assurance n'a pas une capacité illimitée et n'est pas en mesure de couvrir des risques inacceptables aux trois sortes d'intervenants indiqués ci-dessus.

Conclusion

80. L'examen de l'appréhension des risques par les sources de financement disponibles n'a pas été pratiquée ci-dessus de façon exhaustive. Le but est de fournir une position de départ pour comprendre l'approche d'une structure de garantie applicable à un grand projet d'infrastructure de transport.

E. LA CEE ET SON ROLE DE SUPPORT INITIAL

81. Avant d'aborder les concepts de financement et de structure de garantie applicables à un grand projet d'infrastructure, il apparaît utile de revoir les actions que la CEE peut mener au stade de la "phase de préparation" sur le triple plan :

82. i) des caractéristiques du projet considéré ;
 ii) de l'étude de faisabilité ;
 iii) de la détermination des niveaux de risques acceptables.

83. Une telle procédure doit prendre place en même temps que l'analyse du projet proposé aux chapitres précédents ; il est supposé, comme dans toute la présente section que la CEE cherche à promouvoir, en coopération avec les gouvernements concernés, certains projets d'infrastructure clairement déterminés, sur la base d'un partage de risque entre pouvoirs publics et autres parties intéressées.

i) Caractéristiques du projet considéré

84. (a) Claire définition de l'étendue du projet qui doit inclure l'ensemble des éléments concernant le projet, sa localisation, et le type de construction requis ;
- (b) Obtention de l'agrément d'autres pays membres, si nécessaire ;
- (c) Confirmation de la disponibilité des infrastructures connexes : création ou amélioration de voies d'accès et d'immeubles ;
- (d) Définition des principes régissant la nature et la nationalité de l'actionnariat, en accord avec les gouvernements concernés ;
- (e) Etablissement de principes régissant la propriété des actifs : en accord avec les gouvernements concernés, il est important de définir le plus tôt possible les contraintes relatives à l'organisation juridique.
- (f) Réalisation d'un contrat entre les gouvernements, la CEE, et la société exploitante : il s'agit là d'un élément essentiel de la structure de financement ; une période de validité de 25 ans à partir de la mise en service est certainement requise pour la plupart des projets, alors qu'une durée de 50 ans doit être envisagée pour les grands projets. Dans toute la mesure du possible l'accord doit être renouvelable si nécessaire et à condition que le service s'effectue de manière satisfaisante ;

(g) Accord sur la nature des revenus et leur versement : le flux de revenus peut être constitué par des taxes ou péages versés par le public ou payés par les gouvernements, sur la base d'un trafic soit réel, soit garanti ; une combinaison entre ces différents éléments est toujours possible. S'il y a lieu à versements de la part des gouvernements, ceux-ci peuvent être décroissants de façon inversement proportionnelle à la progression des trafics.

Il est aussi primordial de déterminer si la société commerciale pourra mener librement une politique commerciale pour la fixation des droits de péages.

(h) Fixation du régime fiscal, incluant toutes les sortes de taxation applicables et créant, dans la mesure du possible une harmonisation entre les différents régimes fiscaux auxquels le projet est soumis.

ii) L'étude de faisabilité

85. Lorsque sont connus les éléments indiqués au paragraphe ci-dessus -ou en tout cas le plus possible d'entre eux- une étude de faisabilité technique et économique doit être préparée avec l'assistance des consultants appropriés, ainsi qu'un conseiller bancaire pour procéder à l'approche initiale des méthodes de financement. L'ensemble de ces professionnels doivent coopérer ensemble dans le cadre d'un "groupe d'études".
86. La préparation de l'étude de faisabilité amène inévitablement à encourir des dépenses qu'il n'est guère possible de recouvrir ultérieurement. Mais une telle étude est une condition préalable au démarrage de la "phase de préparation" qui doit donc également inclure l'évaluation de son coût.
87. La première action nécessaire pendant cette "phase de préparation" concerne la mise au point des spécifications relatives aux propositions de soumission : cette tâche peut être effectuée soit par le "groupe d'études", soit par la société exploitante, si elle est alors créée.
88. Il est proposé que la procédure de soumission ait pour but de sélectionner à la fois un maître d'ouvrage délégué et un ou plusieurs maîtres d'oeuvre, puisqu'il paraît grandement souhaitable de partager les deux rôles pour un grand projet ; pour des infrastructures de taille moins importante, cette répartition est moins importante, mais une fusion des rôles ne peut se concevoir qu'en utilisant la notion de contrat à prix ferme et définitif.
89. Le processus d'analyse détaillée et de mise au point de l'organisation juridique et administrative peut alors être engagé ; sa réalisation couvre l'ensemble de la "phase de préparation".

Il est extrêmement improbable qu'investisseurs ou banquiers soient à même de financer le coût de cette phase intermédiaire ; seule une participation limitée peut être recherchée lorsqu'on approche du début de la construction et que le démarrage du projet présente une certitude raisonnable.

90. Il existe un besoin de fonds pour les dépenses correspondant à l'ensemble de ces études et mises au point nécessaires, qui aura besoin d'être couvert par la CEE ou par les gouvernements concernés -directement ou indirectement-.

Pour des projets moins importants, ces coûts sont inférieurs et la probabilité de démarrage des travaux plus importante : une prise de risque de la part du secteur privé peut alors être envisagé.

iii) La détermination des niveaux de risques acceptables

91. A ce stade la revue des risques et des sources de financements, et l'appréhension des risques par les marchés financiers, bancaires et de l'assurance peut être engagée dans le but de préparer une proposition de plan de financement et de structure de garantie.
92. La CEE doit rechercher à limiter le niveau de son intervention directe dans le financement et le support de nouveaux projets ; celui-ci dépend évidemment de la nature de chaque projet, des risques techniques et économiques qu'il présente et du concept de financement retenu. Le partage de risque doit faire l'objet de négociations mais, pour un grand projet, l'intervention de la CEE est nécessaire ; celle-ci peut concerner les domaines suivants :
- (a) apport d'un confort aux investisseurs entre le moment de leur engagement et celui des autres sources de fonds ;
 - (b) levée des fonds supplémentaires au-delà des montants auxquels les prêteurs "à recours limité" peuvent s'engager ;
 - (c) garantie d'une portion des crédits bancaires dans l'attente de la conversion de la totalité de cette portion "avec recours" en crédit "à recours limité" (une portion "à recours limité" pouvant être fixée dès le départ), sous réserve d'une progression satisfaisante des travaux et d'une ré-estimation des revenus que le projet doit générer.
 - (d) couverture des dépassements de coût, à condition que la viabilité du projet continue d'être prouvée ;
 - (e) assistance pour refinancer la dette bancaire après la mise en service du projet.
93. Les engagements financiers correspondant ne sont pas tous requis ou appelés à jouer au même moment du projet ; un certain nombre d'entre eux étant par ailleurs conditionnels ou non chiffrés ; une alternative est de tenter la budgétisation d'un montant annuel fixé afin de clarifier, en les limitant, les engagements pris par la CEE.
94. Dans le processus de décision concernant le niveau des engagements requis de la CEE, il est nécessaire de tenir compte de l'impact de ces engagements sur le propre rating de la CEE (les montants engagés pendant la "phase de développement" sont trop marginaux pour avoir un quelconque effet).
- Cet impact est limité lorsque le projet n'est pas nométement identifié et qu'il n'existe pas une affectation spécifiée de certaines sommes ; la destination des fonds n'est pas alors individualisée pour les prêteurs. Par exemple, les emprunts de la Banque Européenne d'Investissement sont réalisés sur la base de son propre rating et les risques pris par cette banque ne sont pas connus de ses créanciers.
95. Il est certain que tant en termes économiques que politiques, la CEE a intérêt à identifier les financements de projets dans lesquels elle participe ; parmi les peuples composant la CEE, il existe sûrement un fort souhait de connaître la destination des fonds budgétaires ou empruntés et, politiquement, la CEE ne peut que bénéficier de la création de biens et d'activités par un projet socialement utile qu'elle aura financé, au moins en partie.

F. Concepts de financement

96. Trois concepts de financement susceptibles de s'appliquer aux grands projets d'infrastructure ont été imaginés par le groupe bancaire ; les deux premiers d'entre eux sont largement développés dans le chapitre 5 du présent Rapport.
97. Le premier concept est basé sur la possibilité pour les investisseurs et les prêteurs à recours limité de s'engager pleinement avant même le début des travaux, lorsque les études montrent que les risques techniques et économiques peuvent être acceptés dès cette date.
98. Le second concept est basé sur l'hypothèse que les prêteurs à recours limité, dont la rémunération est limitée à une marge au-dessus de leur coût de ressources, ne sont pas en mesure d'accepter l'ensemble des risques dès le départ : leur engagement n'est alors pas ferme au moment où les travaux commencent. La première phase de travaux doit donc être financée par les seuls investisseurs, notamment privés, qui peuvent estimer que l'espérance de gain et un ensemble de facteurs socio-économiques permettent de comparer la prise de risques telle qu'elle ressort des études effectuées.
99. Un troisième concept de financement -applicable à des projets dont le coût final peut être cerné de façon plus certaine- prend en compte la nécessité pour les pouvoirs publics -s'ils interviennent directement- d'être en mesure de connaître les sommes à budgéter.

Les trois concepts de financements requièrent à la fois un support financier de la part des pouvoirs publics et la participation d'investisseurs privés. Le manque de support extérieur ne permet pas au projet d'aboutir ; l'absence d'investisseurs privés mène à un contrôle direct ou indirect du capital par le pouvoir politique : dans un tel cas la réaction de la communauté bancaire internationale ne peut qu'être réservée, sauf mise au point d'un arrangement contractuel acceptable quant à la formation et à la répartition des revenus.

100. Plusieurs éléments qui s'appliquent ou peuvent s'appliquer de façon générale à chacun des concepts de financements, doivent être soulignés préalablement à leur présentation.
101. a) La nature et le contenu des contrats de construction déterminent le degré de risques acceptés par l'entreprise chef de projet et les principaux constructeurs. A l'issue des négociations aboutissant à la signature de ces contrats, il est évident que les engagements pris par les entreprises de travaux publics doivent être proportionnés à la difficulté technique et que l'attitude des entreprises doit être réaliste, une prise importante de risques financiers pouvant se révéler inacceptable à eux-mêmes et à leurs banquiers (par ailleurs prêteurs au projet).

102. b) Pour tout projet à durée de construction longue, il est souhaitable de retarder et de diminuer l'impact des intérêts capitalisés pendant la période de construction. En conséquence, l'utilisation d'obligations indexées, qui répond à ces deux souhaits complémentaires, peut présenter de substantiels avantages, et même diminuer le coût global notamment lorsque le taux effectif global est inférieur à celui des alternatives de financement. Cependant leur lancement requiert l'accord des autorités financières de chaque pays d'émission, un traitement fiscal spécial et, puisque ces obligations doivent être offertes pendant la période de construction, une garantie extérieure (pouvoirs publics ou syndicat bancaire) afin d'obtenir un rating satisfaisant..
103. c) Les contrats d'assurance usuels au secteur de la construction doivent évidemment être obtenus. Pour tout grand projet une intervention supplémentaire des compagnies d'assurance est souhaitable afin de partager le possible impact de certains risques ; il est donc proposé qu'une recherche active et des négociations soient menées en ce sens.
104. d) L'obtention d'un ou plusieurs contrats à long terme avec de potentiels utilisateurs bénéficiant d'une qualité financière irréprochable, est particulièrement avantageuse ; en effet, le risque change alors de nature pour la portion des revenus couverte par de tels contrats qui présentent alors un caractère quasi-certain.
105. e) Une contrainte doit être bien soulignée avant d'aborder les concepts de financements proposés . il existe une limite quant aux capitaux susceptibles d'être apportés par des investisseurs privés pour un projet donné, quel que soit le niveau de risque et de rémunération proposé. Cette limite s'applique à la fois à l'apport en capital et à la souscription d'obligations. Les marchés financiers ont une limite annuelle de capacité pour chaque type d'obligations et une limite globale pour chaque projet.
106. Il ne faut pas non plus négliger les limites du secteur bancaire pour le financement d'un seul projet : ceci s'applique non seulement aux crédits classiques mais encore plus aux opérations "à recours limité", car cette technique bancaire n'est pas pratiquée par l'ensemble du marché. Quel que soit le concept de financement retenu, il n'y a certitude d'obtenir les fonds qu'une fois les contrats de prêts signés.

i) Le premier concept de financement

107. Ce concept de financement prend donc comme hypothèse que les marchés de capitaux sont disposés à assumer l'ensemble des risques techniques et économiques dès le commencement des travaux, sous réserve d'une double contrainte imposée par ces marchés : limite des engagements initiaux en termes de montant et existence d'une durée maximale pour les prêts bancaires.
108. A la suite de l'analyse des risques à laquelle il aura été procédé de la manière décrite en paragraphes 27 à 42 ci-dessus, un Test de Viabilité Economique est effectué ; celui doit montrer que :
- malgré la prise en compte d'un certain nombre de marges pour erreurs clairement définies, le flux de revenus nets dont bénéficient investisseurs et prêteurs comporte, dans les hypothèses du cas de base, un "matelas" de sécurité suffisant par rapport au service de la dette et au paiement de dividendes tels qu'envisagés.

- le projet est assez robuste pour assurer de façon continue un rendement acceptable à l'investisseur et couvrir le service de la dette, même dans les hypothèses les plus pessimistes relatives aux dépassements de coûts et aux niveaux de trafic.
109. A condition que les conclusions résultant de ces calculs soient positives et que le risque technique soit acceptable le concept de financement décrit ci-dessous peut alors être testé auprès des marchés de capitaux.
110. Trois estimations de coût auront été préparées :
- une "initiale" qui reprend les coûts et le planning de dépenses, agréés entre la société exploitante et les entreprises de construction ;
 - une "raisonnablement pessimiste", utilisée comme "cas de base" et qui inclut à la fois dépassements de coût et retard dans la construction, dans la mesure où un certain nombre d'impondérables peuvent être considérés comme susceptibles de survenir, dès qu'on s'efforce d'adopter une vue conservatrice ;
 - une "pessimiste" qui inclut la survenance de tous les facteurs négatifs envisageables : on tente alors de chiffrer l'imprévisible, sauf l'échec total de la construction.
111. Parallèlement trois prévisions de revenus -l'une à un niveau raisonnablement pessimiste considérée comme "cas moyen" et les deux autres constituant des fourchettes haute et basse- doivent être disponibles.
- Après les avoir couplés avec les différentes estimations de coût, on obtient une série d'hypothèses pour les évaluations de rendement interne du projet et de possibilités de remboursement, qui sont utilisées dans la procédure du Test de Viabilité Economique.
112. Le volume requis d'investissement en capital est évalué à partir du "cas de base" ; on peut considérer qu'il doit se situer à un niveau au moins égal à 20 % du coût estimé avant inflation et qu'il doit aussi être équivalent aux dépenses envisagées pendant les toutes premières années de construction.
113. Quel que soit le montant de capital initialement visé, on doit également chercher à évaluer le niveau maximum de capitaux d'investissement supplémentaires, qui pourrait être levé pour couvrir des dépassements de coût au-delà du "cas de base".
- On obtient alors une estimation des besoins d'endettement externe du projet, qu'il faut rechercher sur le marché :
- dans le "cas de base", et
 - dans le "cas pessimiste" de dépassements de coûts,
- la différence équivalent globalement aux conséquences financières de ces dépassements.
114. Dans cette estimation la part de risque assumée par le marché de l'assurance doit également être prise en compte et s'applique en principe aux deux séries d'hypothèses ; son importance, relative sur le plan du partage des risques et de l'impact sur les financements, est évidemment plus sensible lorsqu'il s'agit de couvrir les coûts réellement imprévus.

115. Il faut alors rechercher la couverture des besoins d'endettement résultant non seulement des hypothèses du "cas de base", mais aussi des dépassements de coût. On peut estimer qu'un crédit bancaire principal peut répondre au premier critère ; mais, en outre il faut que les moyens financiers pour couvrir les dépassements de coûts soient disponibles :

- un financement supplémentaire de caractère "stand-by" est mis en place dont le montant initial dépend à la fois des contraintes des marchés de capitaux (essentiellement les banques) et de la limite de viabilité du projet ;
- si ce stand-by n'est pas suffisant, une opération financière bénéficiant d'un support financier extérieur -engagement par signature par exemple- doit être mise en place ; un tel recours est pratiquement inévitable dans le cadre d'un grand projet, mais se trouve limité à la fois en aval par le "point mort" du projet et en amont par l'ensemble des interventions disponibles avant ce recours ultime (investisseurs, assurances, crédit stand-by...).

116. L'autre thème principal de ce concept de financement concerne le service de la dette ; en effet le montant total emprunté, tel qu'il ressort des calculs effectués ci-dessus, c'est-à-dire incluant le crédit stand-by, doit pouvoir être remboursé -après paiement des intérêts- à l'intérieur d'une durée initiale qu'on peut estimer, dans les conditions actuelles du marché (et même dans un avenir concevable) à 15 ans.

Compte tenu de la longueur de la période de construction et de la montée progressive des revenus après la mise en service, il est possible que le remboursement ne puisse être effectué en totalité au moment de l'échéance finale et il faut alors envisager le recours à des refinancements, exercice classique au sein des entreprises mais non encore pratiqué dans les financements de projets internationaux "à recours limité".

Ce risque de refinancement, quand il existe, peut être accepté par les investisseurs et les prêteurs qui s'engagent dès le début des travaux ; cependant pour des grands projets le support des pouvoirs publics, sous forme d'une promesse d'intervention donnée initialement est pratiquement indispensable.

117. L'utilisation d'un tel concept de financement mène à une structure de garantie et un schéma financier détaillés, incluant le partage des risques, les volumes d'engagements requis des investisseurs et des prêteurs, le niveau et la nature des engagements pris par les pouvoirs publics, le régime fiscal, le rendement interne espéré, la structure juridique, les instruments financiers utilisés et les contrats relatifs à chacun ..., qui doivent être réunis dans un prospectus/memorandum d'information.

118. Sur cette base les marchés de capitaux peuvent être officiellement approchés.

ii) Le second concept de financement

119. Un concept de financement alternatif doit être imaginé pour les cas où le marché bancaire n'est pas à même (ou est estimé ne pas être à même) d'assumer l'ensemble des risques techniques et économiques dès le commencement des travaux.

120. Cette réaction des établissements bancaires est due à leur perception du niveau et du volume de risques qui leur est présenté, y compris le risque de refinancement. Cette perception peut avoir comme cause la taille du projet et sa période de point mort ; elle peut aussi être liée à un ou plusieurs risques techniques ou économiques individualisés, qu'il n'est pas possible d'appréhender de façon satisfaisante.

Ainsi la présence d'une innovation technique importante, menant à un risque jugé inacceptable par les marchés de capitaux, peut être pourtant inévitable et ne changer en rien l'utilité sociale du projet, ni ne supprimer les possibilités d'un financement en grande partie privé : une structure de garantie adéquate doit alors être imaginée.

121. Certains domaines relatifs aux risques techniques ou géologiques peuvent ainsi ne pas être totalement quantifiables au moment où les banques débutent, mais devenir acceptables pour les marchés des capitaux ultérieurement pendant la période de construction.

Cependant d'autres aspects techniques peuvent avoir un impact même après la mise en service, si la survenance d'un défaut empêche ou diminue la capacité de fonctionnement de l'ouvrage, réduisant alors les revenus.

De tels domaines de risques doivent être dans la mesure du possible individualisés et une protection financière adéquate obtenue pendant la durée jugée nécessaire.

122. L'investissement en capital requis est évalué de la même manière que dans le premier concept de financement : un niveau suffisant pour couvrir, soit 20 % des dépenses non inflatées du "cas de base", soit le coût de construction encouru au cours des toutes premières années de construction. Comme indiqué ci-dessus les risques techniques particuliers doivent être couverts par une garantie adéquate.

123. Pour ce second concept de financement, il est pris comme hypothèse que les établissements bancaires ne sont en mesure d'accepter à l'ouverture des chantiers ni l'octroi des prêts "à recours limité", ni un risque de refinancement.

L'engagement des établissements bancaires sur une base "à recours limité" est alors reporté à un moment où les incertitudes sont suffisamment levées ; il faut donc optimiser la date de cet engagement afin qu'en l'absence de refinancement, le remboursement final des crédits soit réellement effectué dans la limite de 15 ans par le flux des revenus nets. Plus tardive sera la date d'engagement, plus important sera le montant du prêt disponible puisque plus longue sera la période de revenus prise en considération.

Il est donc nécessaire de ne pas lever les prêts bancaires avant que cela soit nécessaire et d'attendre le versement de l'ensemble du capital social : mais les investisseurs risquent fort de réclamer des assurances -des banques chefs de file ou des pouvoirs publics- que la syndication de la totalité des besoins financiers pourra s'effectuer au moment voulu -toutes choses étant égales ailleurs-.

124. Ce schéma tente de répondre aux problèmes soulevés par l'existence d'incertitudes concernant les coûts et d'optimiser le montant du prêt bancaire sans prévoir de refinancement. Une réponse doit également être trouvée aux incertitudes concernant le flux de revenus pour lesquelles il est proposé l'application d'un ratio de sécurité. L'engagement des banques est alors partagé en une portion "à recours limité" correspondant au flux de revenus envisagé divisé par ce ratio de sécurité, le solde constituant une portion garantie par des tiers, par exemple les pouvoirs publics.

Pendant la période de construction et les premières années de construction, il est possible de prévoir une révision périodique des estimations et, si les caractéristiques du projet le permettent, au fur et à mesure de la réduction des incertitudes la fixation de ratios progressivement décroissants jusqu'à atteindre l'unité lorsqu'on a acquis une expérience initiale de trafic. Globalement la portion garantie peut donc être transformée progressivement en portion "à recours limité" si la situation du projet évolue conformément aux prévisions ; lorsque le ratio est de 1, cette transformation est totale.

125. Comme pour le premier concept de financement, le solde des financements nécessaires pour couvrir le "cas de base" et le "cas pessimiste" doit bénéficier d'un support financier extérieur (Gouvernements ou CEE). Puisque le montant du prêt bancaire "à recours limité" est l'objet des contraintes imposées par l'application des ratios de sécurité, ces engagements s'appliquent, par définition, à des montants initiaux plus importants, même dans le "cas de base".
126. Ce second concept de financement tente d'apporter une réponse à un manque d'engagement bancaire au départ par la création d'un partage de risque différent, qui demande plus d'engagements qualitativement et quantitativement aux pouvoirs publics que le premier concept.
127. Mais ces engagements diminuent ou disparaissent avec le temps pendant la période de construction, sauf pour toute garantie qui aurait été donnée et qui reste, par définition, en vigueur jusqu'au remboursement final.
128. Cette proposition présente donc l'avantage de répondre à des projets comportant plus de difficultés techniques ou plus d'incertitudes économiques et peut être plus facilement présentée au marché bancaire.
129. Cependant le contenu de la "phase de préparation" est tout aussi nécessaire, puisqu'un partage de risques est proposé aux investisseurs et aux banques.

130. Enfin on peut remarquer que pour un projet donné ce concept de financement peut aboutir à un tel niveau d'engagement de la part des pouvoirs publics que ceux-ci peuvent être alors incités à prendre l'entière responsabilité de l'actionnariat, des risques et du financement.

iii) Le troisième concept de financement

131. Le groupe de banques a imaginé un troisième concept de financement, dont l'unique objectif est de traduire les engagements financiers pris par la CEE en sommes (1) régulières, (2) budgétées et (3) surtout connues, sous les seules réserves de l'effet de l'inflation et d'un éventuel multiplicateur susceptible de représenter le pourcentage de dépassements de coût finalement constaté.
132. Les procédures d'analyse et de partage de risques proposées dans les concepts de financement 1 et 2 peuvent donc s'appliquer pleinement, avec la différence que les dépassements de coûts sont supportés par les banques et les financements de base assurés par les prêts garantis.
133. Dans ce schéma le capital est levé et le prêt bancaire mis en place pour des montants qui tiennent compte d'émissions annuelles d'obligations garanties ; dans la mesure du possible des obligations indexées sont émises, leur montant étant alors la valeur actualisée sur la vie de l'emprunt du chiffre budgété pour l'année.
134. Il doit être tenu compte pour la préparation du plan de financement du montant annuel d'obligations qu'il est envisagé d'émettre, le solde des besoins étant couvert, par le versement du capital dans un premier temps puis par des tirages sur le prêt bancaire ; celui-ci sera donc structuré sous forme stand-by car son utilisation est destinée, entre autres, à couvrir un pourcentage maximum de dépassement de coûts.
135. Il peut résulter de cette structure de financement qu'une proportion importante du prêt bancaire ne soit pas utilisée si les dépassements de coût sont peu importants ; en conséquence le solde non utilisé peut être réservé au refinancement des obligations garanties, dont l'échéance peut alors être fixée aux premières années de fonctionnement.
136. Les obligations sont alors remboursées à la fois par les premiers revenus, par les tirages sur le prêt bancaire et -si nécessaire- par de nouvelles émissions de refinancement.
137. Le groupe bancaire considère ce troisième concept de financement comme une proposition susceptible de satisfaire une éventuelle difficulté par la CEE de s'engager sur des montants futurs incertains (par exemple un engagement de garantir les financements couvrant les dépassements de coût effectivement constatés, mais dont le montant est totalement imprévisible au moment où les travaux commencent).

G. CONCLUSIONS

138. Dans cette Section, aucune référence n'a été faite au risque "pays", puisque la communauté financière octroie le meilleur rating possible à la CEE.

Cependant la CEE doit tenir compte de l'ensemble de ses besoins de recours aux marchés de capitaux et aux conséquences financières des engagements qu'elle peut octroyer pour le support d'un grand projet, notamment l'impact sur sa capacité d'emprunt.

La CEE doit donc limiter son engagement lorsqu'il s'agit d'un projet techniquement et économiquement robuste.

139. De nombreux facteurs qui ont été évoqués ont un aspect politique autant que financier et s'il n'est pas possible aux marchés de capitaux de les résoudre, il faut au moins avoir conscience de ceux qui affectent le financement.

Etant donné que tout projet présente un grand nombre de variables qui lui sont propres et qu'il n'existe pas d'approche unique, le groupe bancaire a tenté de présenter les problèmes de financement sous ses aspects les plus fondamentaux et d'attirer l'attention sur des méthodes d'approches susceptibles d'être utilisées.

Une des premières décisions à prendre est le recours ou non à une structure de garantie impliquant un partage de risques entre pouvoirs publics et intervenants extérieurs ; si la réponse est positive alors une procédure particulière d'analyse et de syndication auprès des marchés de capitaux peut être enclenchée.

140. En décidant l'étude et la promotion d'un grand projet d'infrastructure, la CEE prend le risque d'assumer la plus grande part -sinon la totalité- des dépenses de la phase initiale de définition du projet et de la phase d'analyse qui suit.
141. Il semble approprié de désigner un groupe d'études susceptible d'appréhender le plus tôt possible la viabilité du projet sur une base conceptuelle afin d'empêcher un trop gros travail de recherche à coût élevé si l'intervention des marchés de capitaux est finalement estimée peu probable.
142. Plus grande est la difficulté technique, plus importante est l'incertitude économique, plus élevé est le niveau des engagements requis des pouvoirs publics pour pouvoir procéder au financement. S'y ajoute la limitation du montant susceptible d'être levé pour un seul projet.

Il n'est pas douteux qu'une liaison fixe transmanche se place à l'extrême de la capacité des marchés de capitaux quant au volume de financements requis.

143. Il existe une limitation du nombre de projets européens qui peuvent être financés au même moment, surtout sous une forme "à recours limité", et ce même si l'attraction des marchés de capitaux pour des financements de projets situés dans une zone politiquement stable n'est pas douteuse.

La CEE doit tenir compte de cette contrainte et coordonner son action avec celle des Etats membres.

144. Les marchés de capitaux ont peu d'expérience vis-à-vis des projets d'infrastructure, tant pour la recherche d'investissements en capital que de prêts à recours limité.

En conséquence les premiers projets à venir doivent bénéficier du plus grand degré d'effort et de professionnalisme possible dans la structuration et la coordination du financement.

145. C'est une raison de plus pour la CEE d'établir de façon stable sa méthode de travail en matière de grands projets d'infrastructure, les instruments financiers susceptibles d'être utilisés et le niveau d'engagements qu'elle est prête à assumer.

146. Une liaison fixe transmanche, si elle est décidée, représente un des plus importants et un des plus complexes projets au monde ; pour ce projet l'intervention de la CEE est primordiale et une négociation devrait donc être engagée dès que possible.

SECTION 2 - INSTRUMENTS COMMUNAUTAIRES DE FINANCEMENT

Introduction

1. Dans cette Section 2 le groupe bancaire examine chaque instrument de prêt communautaire présentement disponible, ainsi que l'Instrument Spécifique aux Transports actuellement à l'étude. Le projet de liaison fixe transmanche est pris comme exemple pour illustrer l'utilisation potentielle de ces instruments de financement ; cependant une lecture détaillée des structures de garanties décrites au Chapitre 5 (Sections A et B) et de la Section 1 ci-dessus est nécessaire pour comprendre comment et à quel degré ces instruments s'intègrent aux engagements demandés aux pouvoirs publics.
2. La CEE a la capacité d'octroyer des financements, dans certains cas à des taux avantageux mais, sauf utilisation de fonds budgétaires, doit recourir à l'emprunt ; or ce recours s'effectue en concurrence, sur les mêmes marchés et à des conditions sensiblement équivalentes, avec différents pourvoyeurs de fonds susceptibles, pour certains d'entre eux d'intervenir également dans le financement des grands projets d'infrastructure.

La durée des financements requis peut également poser problème, car elle n'est pas toujours disponible sur les marchés obligataires (à taux fixe), principales sources de fonds pour la CEE.

Or, la CEE présente l'avantage de pouvoir octroyer un support financier sous forme de garantie dont la qualité est proportionnelle à sa puissance financière ; ce type d'intervention est celui qui présente le plus d'intérêt et sa disponibilité représente une importante stimulation pour le développement d'infrastructure de transport au sein de la CEE.

A. Instruments de financements actuellement disponibles

provenant de : . La Communauté Européenne du Charbon et de l'acier (CECA)
 . Le Fonds Européen de Développement Régional (FEDR)
 . la Banque Européenne d'Investissement (BEI)
 . Le Nouvel Instrument Communautaire (NIC)

B. L'Instrument Spécifique aux Transports

*
* *

A. Instruments de financement actuellement disponibles

i) Prêts susceptibles d'être versés par la CECA

3. Trois types d'investissement sont éligibles à l'intervention de la CECA.

(a) Projets industriels

- . Investissements en matériel et immeubles dans les charbonnages et l'industrie sidérurgique pour les projets qui sont conformes à la politique communautaire dans ces secteurs ;

- . Financement de travaux et d'installations contribuant à accroître la production, réduire les coûts de fonctionnement ou faciliter la vente des produits charbonniers et sidérurgiques.

(b) Plans de reconversion

Investissements dans des projets qui emploient des travailleurs des charbonnages et de la sidérurgie mis ou menacés d'être mis au chômage.

(c) Prêts liés aux logements

Programmes d'amélioration de l'habitat des travailleurs des secteurs charbonniers et sidérurgiques.

4. L'assistance financière pour les investissements éligibles est fournie de la manière suivante :

(a) Projets industriels et plans de reconversion

La Commission prend au cas par cas une décision de principe d'octroyer un crédit pour financer un projet ainsi que sur la partie de l'investissement couverte par l'intervention de la CECA, qui peut atteindre jusqu'à 50 % du coût global. Les fonds sont levés par la CECA sur les marchés financiers et reprêtés sur une base non lucrative.

Ces prêts destinés à certains projets prioritaires (c'est-à-dire ceux susceptibles de supprimer les goulots d'étranglement dans les charbonnages et la sidérurgie) peuvent bénéficier d'une bonification d'intérêt pouvant atteindre 3 %, octroyée sur les ressources propres de la CECA ; cette bonification versée pendant les cinq premières années de l'opération porte sur tout ou partie du crédit.

(b) Habitat

Les prêts sont octroyés pour un montant pouvant atteindre jusqu'à 20 % du coût d'une construction nouvelle et 35 % du coût de modernisation d'habitations anciennes.

5. On peut imaginer qu'une liaison fixe transmanche est susceptible d'obtenir le support des activités de la CECA sur les bases suivantes :

(a) par l'amélioration apportée aux communications, une liaison ferroviaire peut aider au développement du commerce intra-communautaire du charbon et, par là, diminuer la dépendance de la CEE vis-à-vis des importations de source d'énergie ;

(b) l'acier est un matériel utilisé de façon importante pour la construction d'une liaison transmanche, même dans le cas d'un tunnel ;

(c) la création d'emplois dans les régions minières et l'embauche d'anciens mineurs peut donner lieu à l'attribution d'un prêt et de bonification d'intérêts, à condition que la durée de l'embauche soit d'au moins 5 ans.

6. Compte tenu de ces contraintes, il est improbable que les dépenses engagées pendant les phases de préparation et de fonctionnement puissent être éligibles aux interventions de la CECA.
7. Par contre celles encourues pour la construction peuvent l'être.
8. Les principaux avantages des interventions de la CECA résident dans l'obtention de taux fixe, à des conditions basses et pour une très longue durée (25 ans), ce qui réduirait notamment la charge financière pendant les premières années de service.
9. Si la CECA est à même d'intervenir deux problèmes principaux se posent :
 - (a) l'importance du support financier recherché excède largement les interventions précédentes de cet organisme ; on peut penser qu'il ne s'agit pas là d'un point insurmontable, compte tenu de l'importance du projet ;
 - (b) les prêts versés par la CECA doivent bénéficier d'une garantie indiscutable, étatique ou bancaire ; cet impératif répond mal aux souhaits exprimés par les gouvernements de réduire au minimum les garanties étatiques.

ii) Subventions du Fonds Européen de Développement Régional (FEDR)

10. Le Fonds est divisé en deux sections ; la plus importante est soumise à un système de quotas nationaux suivant lequel chaque pays membre reçoit un pourcentage fixe des ressources du Fonds, basé sur une pondération de ses projets de développement régional.
11. L'autre section, limitée à 5 % du volume total de ressources du Fonds -pourcentage susceptible d'être augmenté- est disponible hors quota et peut donc être utilisé pour un projet, sans tenir compte du quota national.
12. Les projets financés par le Fonds doivent s'intégrer dans la politique de développement régional du pays membre concerné, autrement dit être situés dans une Zone de Développement Régional.
13. Le Fonds peut contribuer à un pourcentage compris entre 20 et 30 % du coût d'investissement d'un projet. Un tel niveau est bien entendu impensable pour le projet de liaison fixe transmanche ; de plus seul le côté français est inclus dans une zone d'assistance du Fonds.
14. On peut envisager l'octroi de subventions du FEDR pour le financement d'une liaison fixe transmanche dans les deux cas de figure suivants :
 - (a) une participation aux dépenses susceptibles d'être engagées pendant la "phase de préparation" durant laquelle une étude de faisabilité technique et financière doit être préparée ;
 - (b) pendant la phase de construction s'il est considéré que le projet bénéficie au développement de la Région Nord-Pas-de-Calais, qui a le statut de Zone Assistée.

15. Les ressources du Fonds, qui sont distribuées par la BEI, présentent l'avantage d'être généralement octroyées sous forme de subvention directe sans requérir de contre-garanties financières des Etats.
16. Le montant disponible peut être limité par les quotas nationaux ; celui de la Grande-Bretagne a été approximativement de ECU 458 millions pour 1983 et celui de la France, 285 millions.
17. Ces quotas sont utilisés sans difficulté et leur augmentation devrait être envisagée.

iii) Les prêts de la Banque Européenne d'Investissement (BEI)

18. La Banque Européenne d'Investissement, dont le siège est à Luxembourg est l'institution bancaire communautaire ; ses actionnaires sont les pays membres qui contribuent chacun à une certaine proportion de son capital.
19. La BEI procède à des emprunts sur le marché des capitaux et effectue des prêts, normalement à taux fixe et sur une base non lucrative, pour le financement en capital de projets pouvant contribuer à un des trois objectifs suivants :
 - (a) développement de régions moins favorisées,
 - (b) modernisation d'installations industrielles anciennes ou créations d'activités nouvelles destinées à suppléer les difficultés affectant certains secteurs industriels ;
 - (c) plus généralement servir l'intérêt général des pays membres et de la CEE : par exemple, diminuer la dépendance énergétique, améliorer les communications entre pays membres ...
20. Normalement la BEI peut financer 50 % d'un projet, avec des prêts de 7 à 12 ans, exceptionnellement 20 ans.
21. L'intervention de la BEI requiert une contre-garantie provenant d'un Etat, d'un service public, d'une grande banque ou d'une large organisation associée au projet. Dans certains cas un nantissement d'actifs peut être suffisant.
22. Pour intervenir dans le financement d'un lien fixe transmanche, on peut penser que la BEI serait préoccupée, entre autres par les points suivants :
 - (a) le côté aléatoire du projet (les dépenses de la "phase de préparation" pourraient ne pas être éligibles) ;
 - (b) la ratification d'un traité entre les deux pays ;
 - (c) une garantie de bonne fin fournie par un tiers dont la signature peut être acceptée par la BEI.

23. L'exigence d'une contre-garantie représente, comme pour les interventions de la CECA, un obstacle certain ; également comme avec la CECA l'argent est prêté à des conditions avantageuses et pour des durées longues, utiles à l'étalement du service de la dette.

La BEI représente la source potentielle de fonds la plus importante (pour 1982, les emprunts de la BEI ont atteint ECUS 3 milliards).

iv) Le nouvel Instrument Communautaire - Octroi de prêts

24. Le Nouvel Instrument Communautaire ou "instrument Ortoli" du nom de son initiateur, a été créé en 1978 et habilite la Commission à contracter des emprunts au nom de la CEE.

"Le produit de ces emprunts est affecté, sous forme de prêts, au financement de projets d'investissement contribuant à une convergence et à une intégration croissantes des politiques économiques des Etats membres, ainsi qu'au renforcement de la compétitivité de l'économie communautaire, y compris par la diffusion de technologies nouvelles et de l'innovation. Ces projets doivent répondre aux objectifs prioritaires de la Communauté dans les domaines de l'énergie, des travaux d'infrastructure ainsi que du financement des investissements, principalement des PME, dans l'industrie et dans les autres secteurs productifs, compte tenu, entre autres, de leur impact régional et de la nécessité de lutter contre le chômage". (Décision du Conseil du 19 avril 1983 - Article Premier).

Ce mécanisme peut être utilisé isolément ou conjointement avec d'autres instruments de financement communautaires.

Le NIC est autorisé par tranche, la dernière en date du 13 juin 1983 pour un montant de ECUS 1,5 milliard en principal. Un renouvellement en 1985 peut être attendu (la Décision susvisée du Conseil en date du 19 avril 1983 porte sur ECUS 3 milliards). Pour mémoire la première autorisation a porté sur un montant d'un milliard, ainsi que la seconde (1982).

25. Les fonds ainsi empruntés sont déposés à la BEI ; la Commission décide de l'éligibilité des projets et la BEI est chargée de l'octroi des fonds et de leur administration.

Les conditions des prêts sont similaires à celles offertes par la BEI en termes de durée et de coût.

26. L'application possible du NIC à une liaison fixe transmanche est équivalente à celle de la BEI.

Il est probable que la Commission demande au Conseil un renouvellement des autorisations et cette occasion pourrait permettre l'adaptation du NIC aux besoins du projet.

B. Instrument Spécifique aux Transports - Subvention et Octroi de garanties

(i) Historique

27. Une proposition initiale de décision concernant un support financier en faveur de projets d'infrastructure de transport présentant un intérêt communautaire avait été soumise par la Commission au Conseil dès Juillet 1976 ; par la suite la Commission avait proposé un programme d'évaluation de tels projets pour permettre à la CEE d'en déterminer l'intérêt.
28. En 1982 la Commission a présenté au Conseil à titre expérimental une liste de projets d'infrastructure de transport probablement susceptibles de retenir l'intérêt de la CEE. La même année, le Conseil a adopté une réglementation spécifique valable pour une année prévoyant d'intervenir dans les études finales concernant deux projets en Grèce et de commanditer le présent Rapport sur le financement d'une liaison fixe transmanche (budget d'ECU 10 millions).
29. Les dernières propositions de la Commission en date du 5 août 1983 concernent un plan d'action pour 5 ans, centré autour d'un système comportant plusieurs étapes de soumissions de dossiers et d'analyses de ceux-ci par les différentes institutions communautaires.

(ii) La proposition actuelle

30. L'ensemble de l'aide communautaire, toutes sources de financement confondues, ne peut dépasser 70 % du coût de chaque projet. Pour ce qui concerne cet Instrument, l'aide peut prendre la forme, soit de subvention, soit de garanties de prêt, soit enfin celle de bonifications d'intérêt sur des prêts communautaires.
31. Pour bénéficier de la réglementation nouvelle ainsi proposée, les projets doivent s'intégrer à la politique communautaire de transports dans une des catégories suivantes :
- (a) élimination des goulots d'étranglement ;
 - (b) amélioration du transport ferroviaire sur les longues distances ;
 - (c) amélioration des liaisons entre les Etats limitrophes et les autres Etats membres ;
 - (d) amélioration des facilités de transbordement entre modes de transport intra-communautaires ;
 - (e) modernisation du réseau de transport fluvial.
32. Les montants qu'il est proposé de budgéter sont les suivants :

en ECU millions

1984	105
1985	150
1986	150
1987	200

(iii) Possibilités ouvertes par ce schéma pour le projet de liaison fixe transmanche(a) La "phase de préparation"

33. Cette phase représente une période critique pour tout projet, a fortiori pour le lien fixe transmanche, où les durées des différentes phases sont très allongées. Au moins deux ans semblent nécessaires pour préparer et terminer les études techniques et économiques.

Bien qu'une certaine quantité de travaux préliminaires aient été effectués préalablement à cette phase, des analyses particulièrement détaillées et présentant le plus grand degré d'exactitude possible sont nécessaires pour que l'ensemble des engagements financiers indispensables puisse se mettre en place afin que les travaux commencent.

Cette phase est décisive et inévitable dès qu'on pense à faire appel au capital privé et aux prêts à recours limité pour financer ce projet. Une subvention communautaire couvrant une partie des dépenses de cette phase (ou une garantie de crédits bancaires) est une stimulation extrêmement importante, voire essentielle pour ce projet.

(b) La "phase de construction"

34. L'instrument spécifique, tel que proposé, ne comprend pas la possibilité d'octroyer des crédits directs, mais est surtout une "ouverture de garantie" qui paraît potentiellement adaptée aux besoins. Cette intervention peut s'opérer plusieurs manières :
- a) garantie de prêts communautaires, permettant l'accès à ces fonds à taux fixe et à long terme ;
 - b) garantie de prêts avec recours et des obligations dont l'émission est requise, soit dans le but de "boucler" le plan de financement initial ou, en tout état de cause, pour la couverture de dépassements de coût (voir Chapitres 5 et 7 pour les détails).
35. Par conséquent ce nouvel instrument financier peut couvrir l'ensemble des engagements financiers requis des pouvoirs publics, quelle que soit la structure de garantie adoptée. Cependant les problèmes suivants ne semblent pas encore trouver de solution :
- a) le montant disponible : les volumes requis par le lien fixe transmanche n'ont pas de commune mesure avec les propositions faites jusqu'à présent par la Commission.
 - b) La durée des engagements : elle doit s'étendre suffisamment après l'ouverture du lien fixe transmanche, pour éviter le recours à des refinancements.

(c) La "phase de fonctionnement"

36. Une "ouverture de garantie" est particulièrement adaptée si un support financier extérieur au projet apparaît nécessaire, par exemple, pour émettre des obligations peu après la mise en service du projet.

*
* *

RESUME ET CONCLUSIONS GENERALES RELATIVES AUX DOMAINES D'INTERET PARTICULIERS DE LA CEE

1. Limites de l'étude

1. Le groupe bancaire a admis que les projets d'infrastructure de transport susceptibles d'intéresser la CEE ont, pour la plupart, une grande taille et s'étendent sur une longue période.

Un large spectre d'intervenants qui portent un intérêt légitime au projet sont par ailleurs concernés : promoteurs/propriétaires, prêteurs, utilisateurs et pouvoirs publics.

2. Problèmes spécifiques

2. - Relativement au financement

- . Le type de financement souhaité par les promoteurs/propriétaires et les pouvoirs publics ;
- . les contraintes des investisseurs potentiels ;
- . la combinaison de plusieurs instruments de financement permettant, dans le cadre de la structure de garantie utilisée, de lever l'important volume de fonds couvrant les besoins du projet sur la durée appropriée.

- Relativement à la structure juridique et à l'organisation

- . La relation à long terme entre les gouvernements concernés, l'interface entre eux-mêmes et la société exploitante, ainsi qu'avec la CEE ;
- . la combinaison entre les intérêts fondamentaux de ceux qui possèdent le projet après y avoir investi en espérant bénéficier d'un rendement acceptable, ceux qui fournissent biens d'équipement et services pour un simple profit immédiat et ceux qui financent en prenant les risques liés au projet pour un profit limité.

3. Les principales difficultés

3. L'ensemble de ces problèmes s'appliquent au projet de liaison fixe transmanche qui, en raison de sa taille et de sa position, présente des difficultés particulières, surtout s'il est envisagé de proposer aux intervenants sur les marchés de capitaux d'accepter ou de participer aux risques du projet.

4. Tout plan de financement définitif doit prendre en compte l'ensemble des facteurs qui entrent en jeu, y compris leurs interactions et leur intégration à la structure juridique et organique du projet.
5. En raison même des principaux problèmes de volume et de durée des fonds recherchés, ainsi que du manque d'expérience des marchés de capitaux, des projets de cette nature requièrent une organisation initiale qui puisse agir comme catalyseur des différentes parties et intérêts susceptibles de s'associer.

4. Domaines d'intervention

6. L'importance d'une liaison fixe transmanche pour la CEE n'est pas douteuse : il y a là une occasion unique pour une intervention spectaculaire de la CEE.

L'intervention de la CEE apparaît la plus utile dans les domaines suivants :

- (a) poursuivre les études permettant d'étendre la connaissance des grands projets du secteur ;
- (b) participer, sous forme de subvention ou d'octroi de garantie, aux dépenses de la "phase de préparation" afin que le projet puisse atteindre le stade du financement de la construction ;
- (c) participer au partage de risques et, par conséquent à la levée des fonds, principalement par l'octroi de garanties et, à un moindre degré, en effectuant des prêts à long terme.

Par le simple fait d'être visiblement impliquée dès le commencement des études et de l'analyse du projet, la CEE est aussi en mesure de promouvoir et d'encourager la présence et la coordination indispensable d'un certain nombre d'intervenants.

7. L'émission d'obligations, et donc leur garantie, est un élément essentiel du financement de la liaison fixe transmanche (ou de n'importe quel autre grand projet d'infrastructure communautaire), et ce, quelle que soit la structure de garantie retenue.

Or, à l'exception de l'Instrument Spécifique aux Transports, tous les moyens financiers d'intervention de la CEE requièrent une contre-garantie étatique ou bancaire ainsi que le support des Etats membres à travers la procédure budgétaire : leur utilisation peut être considérée par ces Etats membres comme ayant un impact sur leurs propres budget et politique monétaire.

8. L'Instrument Spécifique aux Transports est clairement adapté au projet de liaison fixe transmanche et l'octroi d'un support financier sous forme de garanties peut jouer un rôle important dans l'ensemble du montage financier. La proposition actuelle est cependant trop limitée quant à son montant pour s'appliquer utilement à la phase de construction, moment où ce support financier est le plus essentiel. Par contre les montants considérés sont parfaitement compatibles avec les dépenses envisagées pour la "phase de préparation" et compte tenu de l'intervention présente et passée de la CEE, on peut espérer que de cette participation sera jugée souhaitable et continuera.

5. Possibles développements

9. Les instruments de financement communautaires, existant ou en cours de préparation, présentent donc un double écueil, lorsqu'ils sont analysés dans l'optique du Rapport, leur emploi étant limité, soit en raison des contre-garanties nécessaires, soit à cause de l'impact sur le budget de la CEE.

Pour que l'intervention de la CEE soit efficace pendant les phases de construction et de fonctionnement, il faut donc adapter ce qui existe ou va exister ou alors créer un nouveau vecteur de financement : celui-ci permettrait à la CEE de s'engager dans les accords de partage de risques négociés à l'occasion de grands projets, tels que la liaison fixe transmanche, dans le cadre de procédures acceptables aux marchés des capitaux.

10. Un tel instrument devrait donc couvrir :

- . l'acquisition et la gestion d'investissements en capital,
- . la possibilité de prêts "à recours limité",
- . l'octroi de garanties ou d'autres engagements financiers conditionnels, y compris sur du long terme,
- . des schémas de "co-financements",

et permettre ainsi à la CEE d'agir comme un important catalyseur.

11. Depuis la création de la CEE, de nombreux développements ont pris place au sein de la communauté bancaire internationale, particulièrement l'utilisation du "financement de projet" dans le cadre de grands projets. Il semble donc raisonnable d'envisager que les instruments communautaires soient adaptés dans le même sens.

12. De toute façon les concepts de base d'un tel instrument ne sont pas nouveaux pour les Etats membres puisque les mêmes principes sont déjà appliqués par la Société Financière Internationale (SFI), organisme affilié à la Banque Mondiale.

13. Cependant pour être en mesure de remplir sa mission en acceptant un certain niveau et un spectre de risques, il faut que les gestionnaires de cet instrument aient accès à l'expertise et bénéficient des ressources financières appropriées.

Ces ressources financières peuvent prendre (ou s'appuyer sur) diverses formes : dotation initiale ou garantie du budget de la CEE, ou versement du capital propre. La possibilité de faire participer des actionnaires qui ne seraient pas les Etats membres eux-mêmes, pourrait être étudiée. Les options sont nombreuses mais plus forte sera la solidité financière de l'entité pourvoyeuse des fonds et des garanties, plus efficace sera l'instrument de financement.

14. Il appartient à la CEE de décider si, et comment cet instrument peut être créé ; mais pour optimiser son effet l'éventail de ses possibilités d'intervention devrait tenir compte et utiliser au maximum les capacités des marchés des capitaux et leur expertise considérable. Il serait préférable que cet instrument financier complète les marchés sans entrer en compétition avec eux.

6. Résumé

15. L'efficacité de l'intervention de la CEE dépend de l'étendue de sa participation relativement aux autres parties qui partagent les risques et aussi dans l'absolu.

En ce qui concerne la liaison fixe transmanche, les deux modes de financements proposés (sur la base d'une estimation, aux conditions économiques de 1983, d'un coût initial de construction de 2 milliards de livres sterling) requièrent un support financier de tiers tels que les gouvernements ou la CEE, compatible avec la capacité d'emprunt actuelle des institutions financières communautaires, et ce d'autant plus qu'une grande partie de ces engagements est conditionnelle.

16. Toute prévision sur les possibilités de financement pour un projet d'infrastructure présente une série de problèmes complexes. Leur identification et la compréhension de leurs interactions sont des préalables à la confection d'un plan de financement définitif. Les concepts qui ont été indiqués dans ce Supplément au Rapport représentent des indications sur les démarches à suivre et les problèmes à résoudre pour qu'un projet puisse devenir une réalité.

CHEZ LE MÊME ÉDITEUR

INITIATION A LA MERCATIQUE BANCAIRE

(2^e édition), par R. BELLANGER, 16 × 24, 178 p.

BILAN ET PERSPECTIVES DES ACTIVITÉS INTERNATIONALES DES BANQUES FRANÇAISES

conclusion de P. LEDOUX, 30 × 21, 64 p.

ÉTUDE DU RISQUE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER DE L'ENTREPRISE

par M. COLIN, 30 × 21, 226 p.

INFORMATIQUE ET PRODUCTION DANS LA BANQUE

(3^e édition), par D. GONZALEZ, 16 × 24, 62 p.

L'IMAGE DE LA BANQUE

présentation de D. CHATILLON, 16 × 24, 80 p.

ÉLÉMENTS D'ÉCONOMIE - INITIATION

par M. LUTFALLA, 16 × 24, 80 p.

LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES FRANÇAISES

(2^e édition), par R. PENAUD, 16 × 24, 304 p.

AUTOMATISATION DES OPÉRATIONS BANCAIRES DANS LES ANNÉES 80

3^e conférence, Amsterdam, 15 × 21, 142 p.

PORTRAITS DE BANQUIERS

par G. PETIT-DUTAILLIS, 16 × 22, 272 p.

INTÉRÊT ET LIMITES DE LA CLAUSE DE RÉSERVE DE PROPRIÉTÉ

par E. DU PONTAVICE, 16 × 24, 130 p.

LES OPÉRATIONS BANCAIRES AVEC L'ÉTRANGER

Guide pratique du professionnel, par P. PRISSERT, 30 × 21, 240 p.

STRATÉGIE DES ÉCHANGES INTERNATIONAUX

par P. PRISSERT et A. PIQUEMAL, 16 × 24, 295 p.

LA MONNAIE

par R. RAYMOND, 16 × 24, 196 p.

LES RELATIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES INTERNATIONALES

(2^e édition), par R. RAYMOND et A. CHAUSSARD, 16 × 24, 256 p.

LA RESPONSABILITÉ CIVILE DU BANQUIER

(3^e édition), par M. VASSEUR, 14 × 21, 100 p.

DROIT BANCAIRE FRANÇAIS ET MARCHÉ COMMUN

par M. VASSEUR, 16 × 24, 96 p.

LA PRATIQUE BANCAIRE ET LE DROIT, 1971-1982

Douze ans de jurisprudence et de courrier des lecteurs dans la Revue Banque

par L.-M. MARTIN, 16 × 24, 656 p.

LES EURO-CRÉDITS - POURQUOI? COMMENT?

par C. DÜFLOUX et L. MARGULICI, 17.5 × 24.5, 448 p.

GUIDE PRATIQUE DE L'ANALYSE FINANCIÈRE A L'USAGE DES BANQUIERS

par A. BARBIER et J. PROUTAT, 21 × 29.7, 262 p.