Note sur le montage financier CDG express

Cette note a pour objet d'évaluer la pertinence du montage financier proposé par le GIE CDG Express et ce afin de déterminer dans quelle mesure il permet d'atteindre l'objectif d'un transfert de l'essentiel des risques du projet CDG Express au secteur privé. Cette note ne préjuge pas de la faisabilité juridique de ce schéma.

Il est tout d'abord nécessaire de rappeler brièvement les caractéristiques principales de ce projet :

- Investissements en infrastructures (chiffres de décembre 2001): 575 MEuros constants 2001 (Maîtrise d'ouvrage RFF), investissements en matériel roulant : 116 MEuros (SNCF), investissements d'aménagement de la gare de l'Est : 72 MEuros (85% ADP, 15% SNCF). La période de construction doit s'étendre de 2003 à 2007. Le mise en service de CDG Express est prévue en 2008.

- Aucune subvention des pouvoirs publics n'est censée être injectée et donc le projet doit pouvoir s'autofinancer sur ses recettes. L'optimisation de celles-ci a conduit à fixer le prix du service à 15,25 Euros par client par trajet.

- Dans le cadre des hypothèses de trafic de Thalès, la rentabilité financière prévisionnelle du projet ressortait sur 30 années d'exploitation (2008-2037), en Euros courants, à 9,1% si le projet restait dans la sphère publique et à 8,1% sinon, en raison de frottements fiscaux. En Euros constants les TRI projet ressortaient respectivement à 8,7% et 6,8%. Par contre, les prévisions de trafic de SETEC, réalisées plus récemment, font ressortir, dans leur hypothèse haute, des TRI projet, en Euros courants, de 6,5% et 5,6%. Ceci est inférieur au coût moyen pondéré du capital que l'on évalue pour ce secteur dans le cadre d'un financement à recours limité à 7,7 %.

- Les risques encourus sont classiques pour ce type de projets :

- Risques de construction : ils portent essentiellement sur les infrastructures de transport ferroviaire, investissements relevant de la maîtrise d'ouvrage de RFF. La sensibilité de la rentabilité du projet aux investissements est notable puisqu'une hausse de 20% de ces coûts par rapport aux prévisions entraîne une baisse du TRI projet de 8,1% à 7,1%.

- Risques d'exploitation : on entend par là le risque sur les coûts d'exploitation, mais aussi les risques de suspension de service, dont l'impact financier peut être important mais est difficile à évaluer. Par contre, la sensibilité aux coûts d'exploitation est relativement faible puisqu'une augmentation de 20% des coûts d'exploitation entraîne une baisse du TRI projet de 8,1% à 7,5%.

- Risques de revenus : une première étude de Thalès a fait ressortir un objectif de trafic de 10 Millions de passagers à partir de 2011 après montée en charge. Une étude plus

conservatrice réalisée récemment par SETEC évalue le trafic cible à 8 Millions de passagers par an dans une hypothèse haute, et à 6 Millions de passagers par an dans une hypothèse basse. SETEC prend en compte une montée en charge plus lente se faisant sur cinq ans jusqu'en 2013. Cela conduit quoiqu'il en soit à envisager une part de marché du mode fer de 30%, dans la tranche haute de ce qui peut s'observer pour ce type de liaison ferroviaire à l'étranger (Angleterre, Norvège). La sensibilité de la rentabilité financière du projet aux recettes est importante puisque qu'un abaissement de 20% des prévisions de revenus sur 30 années d'exploitation, c'est à dire l'hypothèse haute de SETEC, entraîne une chute du TRI projet de 8,1% à 5,6%.

Synthèse des résultats d'analyse de sensibilités :

	Trafic cible Thalès	Opex +20%	Capex infrastr. +20%	Trafic cible Thalès - 20%
TRI projet sur 30 années d'exploitation	8,14%	7,48%	7,12%	5,64%

* les études de sensibilités ne prennent pas en compte les économies pouvant être faites sur les charges d'exploitation dans le cas d'un trafic plus faible que prévu initialement

Les observations qui nous semblent devoir être faites sur la base des documents de synthèse relatifs au montage financier envisagé par le GIE CDG Express sont les suivantes :

- les différentes simulations mises en œuvre nous semblent porter quasi exclusivement sur le schéma proposé par le Crédit Lyonnais, qui nous paraît effectivement la proposition la plus solide parmi celles des différentes institutions consultées.

- les résultats de ces analyses sont les suivants :

- Il est à priori possible de concevoir un montage permettant de déconsolider la dette du bilan de RFF en constituant d'une part un véhicule de financement destiné à porter la dette de construction et d'autre part une société-projet destinée à percevoir les recettes d'exploitation de CDG Express en lieu et place de la SNCF. Ce véhicule de financement s'endette en contrepartie de la cession par RFF des droits à péage que lui confère la propriété de l'infrastructure ferroviaire. Ces droits à péage sont calibrés de manière à permettre le remboursement de la dette contractée au niveau du véhicule de financement. Enfin, la société projet prend à sa charge le versement de ces péages, en lieu et place de la SNCF, en contrepartie du droit qu'elle obtient à percevoir les recettes d'exploitation de CDG Express.

- La société projet porte l'essentiel des risques à l'exception de ceux qui sont essentiellement du ressort des établissements publics, c'est à dire d'une part le risque de construction pour RFF qui assure la maîtrise d'ouvrage et s'engage sur un prix et une échéance de livraison fermes, d'autre part le risque d'exploitation pour la SNCF qui prend à sa charge l'impact financier d'une dérive des coûts ou d'une discontinuité du service.

- Il s'agit d'un montage en financement de projet « à recours limité », ce qui signifie que les créanciers de la société projet peuvent se retourner contre les actionnaires de celle-ci dans certains cas visés par le contrat de financement. Ainsi, les sponsors (publics) conservent une partie des risques de revenus, d'une part en injectant des fonds propres dans la

société projet et, d'autre part, en apportant des garanties de refinancement de la dette. Ils devront tout d'abord apporter un montant de fonds propres de l'ordre de 14% des coûts d'investissements initiaux soit 115 Meuros (valeur actualisée 2003 au coût de financement global, soit environ 135 MEuros en montant nominal) à financer dès le démarrage du projet. Une autre hypothèse de travail envisagée est celle d'un investissement en fonds propres de 150 MEuros en valeur 2003, soit 19% des coûts du projet, injectés pour financer l'intégralité du matériel roulant et des investissements d'aménagement de la gare de l'Est. En contrepartie de ce montant de fonds propres plus important, les sponsors devront apporter une garantie de refinancement moins contraignante pour eux. Mais, du point de vue des établissements publics, les deux configurations envisagées étant sensiblement identiques en terme de risques, nous nous attacherons exclusivement à étudier en détail le scénario de fonds propres bas. Le risque de revenus pris par les établissements publics en sus des risques sur les fonds propres est alors quantifiable de la manière suivante :

• le scénario de base privilégié par le Crédit Lyonnais repose sur le trafic Thalès moins 20%, c'est à dire l'hypothèse haute de trafic prévu par la SETEC. Dans ce cas, les cash-flows du projet permettent de terminer le remboursement de la dette senior en 2025 et de la dette subordonnée en 2030. Les premiers dividendes sont versés autour de 2029. La valeur actualisée à 2003 des cash-flows avant impôts disponibles pour les actionnaires (période 2029-2032) est de 57 MEuros. Il faut noter que, dans cette configuration, le taux de rentabilité des fonds propres a été évalué par le Crédit Lyonnais à 7,5% sur 30 ans d'exploitation, ce qui est très faible. En effet, on évalue le coût des fonds propres pour ce secteur dans le cadre d'un financement à recours limité à environ 13,9% après impôts. Par conséquent, ceci paraît exclure d'emblée la participation du secteur privé au capital de la société-projet. L'investissement en fonds propres devrait donc être intégralement réalisé par ceux des établissements publics qui seront présents au capital de la société-projet.

• on peut évaluer qu'à partir d'un trafic cible de l'ordre de 7,5 M de passagers, c'est à dire Thalès moins 24,6%, le projet réussit tout juste à rembourser sa dette sur 25 ans. Le TRI projet après impôts ressort à 5,0% sur 30 années d'exploitation. Ce trafic cible peut être considéré comme un trafic de point mort pour les établissements publics. En effet, à l'issue des 25 années d'exploitation, les dettes senior et subordonnée sont éteintes mais les établissements publics sponsors de l'opération n'auront perçu aucun dividende. Tout trafic cible inférieur à Thalès moins 25% déclenchera le mécanisme de refinancement de la dette par les établissements publics à l'issue des 25 années d'exploitation.

• le scénario de trafic médian envisagé par SETEC correspond à Thalès moins 30% soit 7 M de passagers. Le TRI projet ressort alors à 4,2% sur 30 ans d'exploitation. On se situe à un niveau de trafic où la garantie des établissements publics sur la dette doit être appelée. Le montant de dette subordonnée devant être refinancé est de l'ordre de 65 MEuros, valeur 2003, soit 205 MEuros constants 2003 et 370 MEuros courants 2032.

• le scénario dégradé est celui de Thalès diminué de 40% soit 6 M de passagers / an à partir de 2012, c'est à dire l'hypothèse basse de trafic prévu par la SETEC. Le TRI projet après impôts ressort à 2,4%. Dans ce cas, les cash flows du projet permettent de terminer le remboursement de la dette senior, comme auparavant, en 2025 (par construction, la dette senior a en fait été calibrée de manière à ce qu'elle puisse être remboursée dans les temps même dans le cas du scénario dégradé). Par contre l'encours de dette subordonnée restant à rembourser en 2032 est de 215 MEuros (montant actualisé à 2003 à un taux

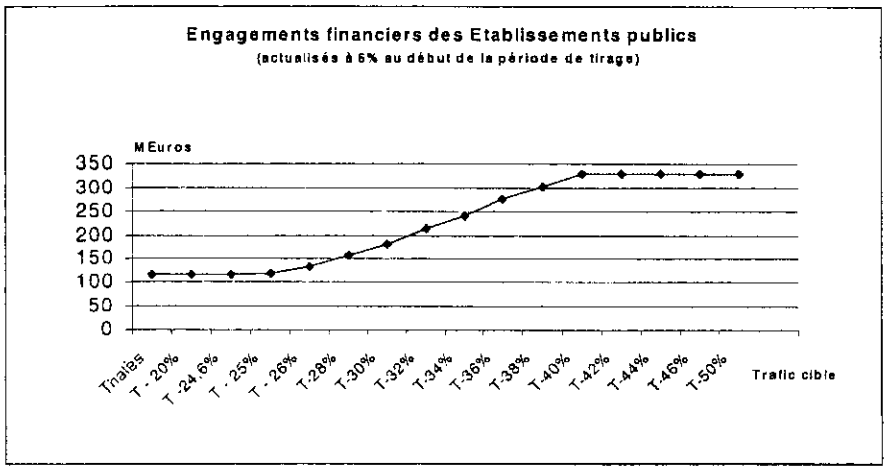
correspondant au coût de financement global de 6%, hypothèse préliminaire prise par le Crédit Lyonnais). Cet encours doit faire l'objet d'une garantie de refinancement de la part des pouvoirs publics. La société projet n'aura pu payer aucun dividende à ses actionnaires sur la période d'exploitation.

• si le trafic s'avérait être inférieur à celui prévu dans le scénario dégradé, le risque financier correspondant serait conservé par les établissements préteurs. En soit, ceci est satisfaisant. Ainsi, si la société projet n'est pas en mesure de payer une échéance de la dette senior ou de la dette subordonnée, un rehausseur de crédit se substitue à la société projet pour payer l'échéance. A l'issue des 25 années d'exploitation, le stock de dette non remboursée est alors refinancé en fonction de la situation de la société projet. Le refinancement devant être assumé par les pouvoirs publics est limité à 215 MEuros en valeur 2003 (680 MEuros constants 2003, si on actualise le montant à l'inflation et non au coût de financement, et 1,25 Milliards d'Euros courants 2032), ce qui correspond à la situation limite représentée par le scénario dégradé abordé précédemment. En d'autres termes, les pouvoirs publics assument la part de risque financier existant entre 6 et 8 millions de passagers annuels. Néanmoins, si ce risque est plafonné, il n'est pas pour autant négligeable. Plus précisément, sur la période 2012-2027, chaque million de passager en moins par rapport au seuil de 8 Millions représenterait un risque d'environ 14 MEuros par an valeur 2003, devant être assumé par les pouvoirs publics, puis par les établissements financiers préteurs une fois le plafond atteint.

Synthèse des résultats du montage avec injection de fonds propres de 115 MEuros :

	Trafic cible Thalès	Trafic cible Thalès - 20%	Trafic cible Thalès - 25%	Trafic cible Thalès - 30%	Trafic cible Thalès - 40%
TRI projet sur 30 années d'exploitation	8,14%	5,64%	4,93%	4,16%	2,41%
Dette à refinancer après 25 ans d'exploitation (valeur 2003)	-	-	5 Meuros	65 Meuros	215 Meuros

* les études de sensibilités ne prennent pas en compte les économies pouvant être faites sur les charges d'exploitation dans le cas d'un trafic plus faible que prévu initialement



• en d'autres termes, dans le cadre de ce montage, les établissements publics devront donc financer le projet jusqu'à hauteur de 330 MEuros valeur 2003, 35% lors de la période de construction, et 65% potentiellement à la fin des 25 années d'exploitation. L'autre hypothèse de travail prise en compte pour l'injection de fonds propres, mentionnée auparavant, aboutit à un risque portant sur 333 MEuros valeur 2003, mais avec une répartition

45%-55%, c'est à dire 150 MEuros sur la période de construction et 183 MEuros potentiellement à la 25ème année d'exploitation. Cette dernière configuration est donc à priori moins avantageuse financièrement pour la sphère publique, car l'investissement initial « certain » est plus élevé. Néanmoins elle pourrait générer des coûts de montage plus faibles, en particulier au niveau des taux d'intérêt sur les différentes tranches de dette.

Le schéma de montage ainsi proposé, s'il devait être validé juridiquement, a donc le mérite de permettre de déconsolider totalement du bilan de RFF la dette nécessaire au financement du projet. Ainsi, si l'on envisageait le cas de figure d'un financement 100% public par opposition à un financement de projet, RFF serait amené à demander une part substantielle de subventions (de l'ordre de 40%) afin de compenser un TRI projet en Euros constants nettement inférieur à 8% (dans le cas de base SETEC), ce qui représenterait donc finalement une dette au bilan de RFF de 360 MEuros, hors surcoûts éventuels de construction, et une subvention de 240 MEuros. Néanmoins ce montage n'atteint pas, loin de là, l'objectif d'externaliser totalement les risques au secteur privé. D'une part, il sera demandé aux établissements publics participant à l'opération une contribution en fonds propres de l'ordre de 115 MEuros correspondant à environ 14% des investissements totaux, ce qui est toutefois plutôt faible compte tenu des standards observés en matière de levier financier sur des financements de projet. Mais la rémunération en tant que capitaux propres de cet investissement est fortement sujette à caution étant donnée la faiblesse de la rentabilité du projet. D'autre part, si certains risques, tels que le risque de construction ou le risque d'exploitation, échoissent légitimement aux établissements publics qui les maîtrisent le mieux (RFF, SNCF), le risque de revenus, qui est substantiel, serait également conservé partiellement par la sphère publique sous la forme d'une garantie de refinancement du stock de dette de la société projet existant à l'échéance de 25 années d'exploitation. Le montant sujet à garantie étant plafonné à 215 MEuros, le risque financier de la sphère publique porterait donc sur 330 MEuros (en valeur actualisée 2003), ce qui représente 40% des coûts d'investissements initiaux du projet et ce avant prise en compte du risque de construction et du risque d'exploitation.

• • •

En Conclusion, un certain nombre d'interrogations et de réserves laissent planer un doute sur la pertinence du montage :

- C'est tout d'abord un montage qui aura un coût : coûts d'arrangement du financement, coûts juridiques, marges plus élevées des banques (50-100 points de base sur la dette senior, 200-300 points de base sur la dette subordonnée) que dans le cadre d'un financement classique RFF avec garantie de l'Etat, coût de l'assurance crédit.

- Il faudrait d'ailleurs également se préparer à l'éventualité que les conditions offertes dans le cadre des simulations réalisées par le GIE en collaboration avec certaines institutions bancaires puissent se dégrader une fois le marché bancaire réellement sollicité. Ainsi, il n'est pas exclu que le montant de fonds propres exigé soit revu à la hausse, tandis que le seuil de trafic jusqu'auquel les pouvoirs publics apporteraient leur garantie serait revu à la baisse.

- Ensuite, le risque pris par les pouvoirs publics est-il réellement plus faible que dans le cas d'un financement 100% public? En effet, on pourrait estimer que le risque que supportent les pouvoirs publics, étant engagé dès que le trafic serait situé entre 6 et 8 Millions de passagers, est relativement plus important que le risque supporté par les institutions bancaires qui ne serait lui engagé que dans le cas d'un trafic inférieur à 6 Millions de passagers. Tout dépend bien entendu de la probabilité qu'on attribue au fait que le trafic cible soit inférieur à 6 Millions de passagers.

- Enfin se pose la question du traitement comptable de la garantie apportée par les établissements publics au refinancement de la dette à l'issue des 25 années d'exploitation. S'il s'avérait que le montant correspondant (215 MEuros en valeur actualisée soit 680 MEuros constants 2003 et 1,25 Milliard d'Euros courants 2032) devait aller dès le démarrage du projet au bilan d'un des établissements publics, les avantages de ce montage en seraient fortement réduits.

Ce n'est que lorsque l'on aura la réponse à certaines des questions qui précèdent (coût du montage, traitement comptable, réponse du marché) que l'on pourra valablement se prononcer sur la pertinence du montage. Il faut néanmoins remarquer que ce montage proposé par le GIE est séduisant au premier abord par le fait qu'il permet de réaliser le projet en maintenant la capacité d'endettement de RFF intacte, en ne nécessitant d'injection up-front par les établissements publics que de 115 millions d'euros sur un coût total de l'ordre de 800 milions d'euros et en offrant des solutions de financement relativement souples.