CDG Express
Groupement d'Intérêt Économique

Note sur le montage financier

Après consultation de plusieurs établissements financiers sur la faisabilité d'un montage permettant d'associer la sphère privée au financement du projet CDG Express, il est ressorti principalement les éléments suivants :

- Le projet intéresse : la pertinence de l'idée est reconnue. La façon dont elle est abordée par les trois "sponsors" et traduite par le GIE apparaît correcte.
- Les banques s'y intéressent non seulement pour une mission de conseil (en cours), mais aussi avec le désir très fort de s'y impliquer ultérieurement dans la recherche de partenaires et dans l'arrangement de l'opération.
- Néanmoins, la décision de ne pas remettre en cause les droits de propriété et les missions des établissements publics concernés, nécessite de mettre en œuvre les instruments permettant de constituer une réelle communauté d'intérêts entre les preneurs de risques privés et les établissements publics afin d'assurer la pérennité du projet.
- Le montage général proposé repose sur un partenariat public privé et la mise en place d'un financement à recours limité. Les principes fondamentaux de ce montage sont détaillés dans la note jointe.
- La faisabilité du montage proposé a pu être simulée à titre préliminaire sur la base d'un scénario "cas de base" prenant en compte les hypothèses de trafic Thalès diminuées de 20 % ainsi que l'éventualité d'un scénario pessimiste (prévisions Thalès diminuées de 40 %) ***(voir note sur prévisions de trafics).***

La mission de conseil financier confiée par les trois établissements publics au groupement Crédit Lyonnais / Royal Bank of Scotland a débuté en juin dernier et a déjà permis, avec l'appui de Clifford Chance conseil juridique du GIE, de valider un certain nombre de points récapitulés dans la note jointe.

Néanmoins, afin de poursuivre l'opération, et comme le soulignent les banques, il est désormais impératif que les pouvoirs publics se prononcent sur CDG Express, en particulier en approuvant le schéma de principe, car les partenaires financiers intéressés attendent une prise de position officielle de l'Etat, confirmant l'appréciation des trois établissements publics sur l'intérêt général du projet.
Cette prise de position permettra en effet de lancer les procédures nécessaires au montage du financement de façon à pouvoir déterminer le niveau exact des engagements que serait susceptible de prendre la sphère privée et de pouvoir ensuite soumettre le détail de ce montage financier définitif à une décision de réalisation qui restera, bien entendu, subordonnée aux autorisations ministérielles requises.

CREDIT LYONNAIS

The Royal Bank of Scotland

I – Principes du montage financier

La structure de financement, dont les principes généraux ont d'ores et déjà été validés par le conseil juridique et les groupes de travail, peut être présentée de la façon suivante :

RFF est le maître d'ouvrage des infrastructures ferroviaires à créer. A ce titre, il fait réaliser les infrastructures et prend à sa charge le risque de construction au-delà de la fraction de ce risque qui aura pu être reportée sur le constructeur au titre du contrat de construction sur le projet et son financement au travers de la mise en place d'une ligne stand-by.

- La SNCF assure l'exploitation du service du transport ferroviaire (conduite, traction, maintenance du matériel roulant) et s'engage sur le long terme sur les coûts correspondants. Elle réserve également à long terme des sillons à RFF pour l'utilisation de la ligne. Elle assure la maintenance des infrastructures pour le compte de RFF.

- ADP prend en charge l'exploitation de caractère aéroportuaire non susceptible d'être transférée à la société de projet (informations vols essentiellement) et assure l'interface avec la plate-forme de Roissy-CDG. ADP s'engage à long terme sur les coûts correspondants.

- Une société de projet est créée. Cette société a notamment la charge de la politique commerciale et de l'ensemble des services de relation clientèle. Son résultat correspond à la différence entre (i) les recettes commerciales (principalement les ventes de titres de transport) et (ii) les coûts d'exploitation et de redevances d'infrastructure.

- Les financements nécessaires à la réalisation des investissements d'infrastructure ferroviaire (coûts de construction, frais d'étude, frais financiers intercalaires concernant [illegible] tunnel) sont apportés à RFF par un véhicule de financement au travers d'[illegible] redevances que RFF détient sur la société de projet au titre du contrat de réservation des capacités passé par la SNCF pour les besoins du projet et donc pour le compte de la société de projet. Le véhicule de financement bénéficierait de l'intervention de preneurs de risques institutionnels comme des compagnies d'assurances ''monoline'' voire de la BEI.

  Ce mécanisme permet d'éviter tout impact sur le niveau d'endettement des établissements publics. Ce point a été confirmé par les commissaires aux comptes de RFF.

  Une fois la cession de créance intervenue, le véhicule de financement n'aura aucun recours vis à vis de RFF en cas de non paiement des redevances par la société de projet sauf dans le cas où RFF ne respecte pas son engagement de mettre les sillons à la disposition du projet.

  Le véhicule financier se financerait auprès des marchés financiers, ces financements étant tranchés en fonction du niveau de risques associé (dette senior, dette subordonnée).
  Ces financements peuvent prendre la forme de prêts bancaires ou faire appel à des émissions obligataires avec un intervention probable de la BEI.

- Les autres investissements (aménagement des gares, matériel roulant) seront financés par les fonds propres de la société de projet ; le matériel roulant pourrait faire l'objet d'un financement en leasing.

- L'actionnariat sera composé, selon des pourcentages qui restent à déterminer, d'ADP, de la SNCF et d'autres entités choisies par eux (compagnies aériennes, sociétés de services...) et ayant un intérêt commercial direct dans l'exploitation du projet. La participation de la RATP devrait également être recherchée pour les mêmes motifs.

- Les revenus de la société de projet sont affectés en priorité à la couverture des coûts d'exploitation, ensuite au remboursement de la dette senior, puis à celui de la dette subordonnée et enfin au versement de dividendes aux actionnaires.

Pour cerner le risque d'exploitation et apprécier la capacité de remboursement du projet sur l'horizon de financement considéré (30-35 ans), deux courbes de trafic seront définies d'un commun accord entre toutes les parties prenantes :

- une courbe "cas de base" considérée par tous comme raisonnablement probable,

- une courbe "pessimiste" reposant sur la dégradation maximum du trafic que les marchés financiers seront prêts à considérer dans leur analyse du risque.

Ces deux courbes permettront de calculer, dans chaque cas, le montant maximum de financement pouvant être remboursé par le projet et par déduction le montant des fonds propres nécessaires.

Le montant du financement privé à mettre en place par les prêteurs et le montant initial des fonds propres à apporter par les établissements publics et leurs partenaires seront déterminés en prenant en compte la masse globale des revenus (et non pas les revenus année par année) dont devrait pouvoir bénéficier le projet pour faire face à ses obligations (charges d'exploitation et financières) dans le scénario de la courbe "cas de base".

Cet apport en fonds propres par les actionnaires ne constitue pas un apport ''à fonds perdus'', mais un apport ''en risque'' qui est rémunéré (et même fortement) en cas de succès de l'opération, mais qui peut – en tout ou partie – être perdu en cas de mauvais résultats.

Le schéma de financement est basé sur le principe que les prêteurs/investisseurs supportent en totalité les risques et aléas du projet pendant la durée du financement (report d'échéances, capitalisation d'intérêts, étalement du remboursement du principal,...) :
- Pendant toute la durée du financement, la société projet ne sera tenue de ses obligations financières que dans les limites des revenus (nets des coûts d'exploitation) provenant de la vente des billets.
- Par voie de conséquence, les prêteurs et investisseurs n'auront aucun recours sur les actionnaires et donc sur les établissements publics.

En application du partenariat public privé qui sous tend ce projet, il sera convenu qu'à l'échéance des financements (30 à 35 ans) les actionnaires apportent leur support au refinancement de la fraction de la dette qui n'aurait pas été remboursée du fait de l'insuffisance des revenus. **Ce support sera plafonné ab initio, en valeur actualisée, à la différence entre le capital initial et le capital qui aurait dû être versé dans le cadre du scénario de la courbe "pessimiste".** Le principe est que cet engagement demeurera subordonné à l'appréciation par les prêteurs et investisseurs de la capacité du projet à faire face ou non par lui-même au remboursement du montant devant être refinancé. L'expérience démontre qu'un projet de ce type peut avoir une montée en puissance plus longue que prévue et ainsi être en retard sur son échéancier financier mais que, sur une durée longue, ses revenus peuvent se révéler in fine suffisants pour éteindre sa dette après refinancement, voire même assurer la rentabilité des actionnaires.

En conséquence, l'engagement des entreprises publiques actionnaires sera limité à leur apport en capital initial, plus cet engagement conditionnel au terme le plus lointain des financements.

Les prêteurs et investisseurs conserveront le risque de toute insuffisance de revenus provenant d'un trafic inférieur à celui attendu dans le scénario de la courbe "pessimiste". L'expérience montre, notamment sur des projets similaires (Orlyval par exemple), qu'il existe une réelle possibilité que les performances du projet soit inférieures aux prévisions les plus pessimistes raisonnablement émises initialement : les intervenants privés prendront donc un risque réel sur le projet qui en valeur absolue sera très substantiellement supérieur à celui des établissements publics.

II – Simulations financières

Afin de pouvoir estimer le niveau de risque que représenteraient pour les établissements publics un tel schéma de financement, des simulations préliminaires ont été établies par les banques sur la base des informations disponibles dans le dossier d'appel d'offres pour la sélection d'un conseiller financier (Octobre 2001). Ces simulations seront affinées dans le cadre de la mission de conseil financier en cours.

Il y a lieu d'insister ici sur la nature indicative de ces calculs dont la validité ne pourra être confirmée qu'après l'appréciation du projet par les agences de notation et éventuellement les assureurs monoline.
A ce stade, il n'y a pas encore d'engagement des entreprises publiques et des banques sur les valeurs qui suivent.

Les simulations qui suivent sont basées sur un scénario "cas de base "correspondant à une hypothèse Thalès – 20 % et un scénario pessimiste correspondant à une hypothèse Thalès – 40 %.

Pour permettre un complet remboursement de la dette sur la base du scénario étudié, les éléments de base déterminés pour la structuration sont les suivants :

Coût du projet y compris frais financiers : Investissements et intérêts capitalisés pendant la période de construction	Environ 860 M€*
Financement privé	**Environ 710 M€**
Contributions de sponsors : . Fonds propres . % des coûts du projet . Montant actualisé au début de la période de tirages (fonds propres apportés en période de construction) . Garantie de refinancement in fine pouvant être activée au terme de la 25e année d'exploitation	 19 % Environ 150 M€* Plafonnée à 183 M€*
Allocation des cash flows excédentaires :	Versement de dividendes à partir de la 6e année d'exploitation

* *Montants actualisés au début de la période de tirages actualisés à 6%.*

Les simulations effectuées figurent ci-après.

Ce tableau dresse le bilan, à l'issue de 25 années d'exploitation (hypothèse retenue aujourd'hui dans les simulations) et pour chacun des intervenants, en fonction du trafic moyen (Trafic $_{moyen}$) qui aura été constaté sur l'ensemble de cette période.

T = trafic déterminé par Thalès.

Trafic moyen constaté sur l'ensemble de la période	Trafic $_{moyen}$ = T – 20 %	Trafic $_{moyen}$ > T – 20 %	T – 40 % < Trafic $_{moyen}$ < T – 20 %	Trafic $_{moyen}$ < T – 40 %
Bilan pour les sponsors :	Contribution limitée aux apports initiaux (env. 150 M€) Pas d'appel de la garantie in fine Rentabilité faible sur la durée des financements mais **importante ultérieurement** car sans contrainte de financement	Contribution limitée aux apports initiaux (env. 150 M€) Pas d'appel de la garantie in fine **Rentabilité de 15 % sur 25 années d'exploitation** si trafic = T, et **plus importante ultérieurement** car sans contrainte de financement	Contribution totale comprise entre 150 M€ et 333 M€ composée de : . 150 M€ d'apports initiaux . 0 à 183 M€ de garantie in fine correspondant au remboursement de dette restant due à la 25e année d'exploitation en raison de l'insuffisance de trafic	Contribution totale de 333 M€ composée de : . 150 M€ d'apports initiaux . 183 M€ de garantie in fine plafonnée
Bilan pour les financiers : Capitalisation partielle ou totale des intérêts Durée de vie de la dette	5 ans de tirages + années 1à 9 d'exploitation 27 ans = 5 années de construction + 22 années d'exploitation	Si trafic = T : 5 ans de tirages + années 1à 3 d'exploitation 18 ans = 5 années de construction + 13 années d'exploitation	5 ans de tirages + années 1à 17 d'exploitation 30 ans = 5 années de construction + 25 années d'exploitation	A l'issue de la 25e année d'exploitation, les financiers supportent encore une créance correspondant à l'encours restant dû après appel de la garantie in fine. Le remboursement de cette créance serait alors probablement alors rééchelonné sur une durée et à des conditions compatibles avec les revenus de la société projet. Les financiers (prêteurs et assureurs crédit) supportent donc seuls le risque de trafic inférieur à Thalès moins 40 %.

Au total, sur la base des hypothèses de revenus retenues à ce stade, l'engagement en fonds propres demandé initialement s'élèverait donc à environ 19 % du coût total actualisé du projet au lancement de la construction, soit un montant de l'ordre de 150 M€. Il serait susceptible d'être complété, en fin de 25 années d'exploitation, par un engagement supplémentaire maximum de l'ordre de 21 % (exprimé en valeur actuelle au lancement de la construction par rapport au coût du projet) si le trafic s'avérait insuffisant.

Il n'est pas possible aujourd'hui de préciser la répartition exacte de ces fonds propres entre les actionnaires, ni la proportion de capitaux publics et privés ; en effet, ceci dépend de l'appréciation que les investisseurs potentiels auront de la qualité du projet, notamment au regard de sa prise en considération par les pouvoirs publics.

Néanmoins, une première approche peut être faite sur la base des hypothèses suivantes :

- Aéroports de Paris, principal bénéficiaire du projet, prendrait une part majoritaire.
- La SNCF, par son rôle d'exploitant ferroviaire à la base même du service proposé, devrait prendre une part significative, ceci afin de rassurer les marchés financiers sur la réelle communauté d'intérêts entre les principaux partenaires du projet.
- D'autres partenaires publics (RATP,...) et privés pourraient intervenir chacun pour une part minoritaire au moins au démarrage du projet.

A titre d'illustration, la répartition possible des fonds propres pourrait être la suivante : ADP 50 à 60 %, SNCF 20 à 30 %, autres (public/privé) 10 à 30 %, ce qui représenterait une participation pour ADP à hauteur maximum de 90 M€ et pour la SNCF à hauteur maximum de 45 M€.

Bien entendu, compte tenu de l'étalement dans le temps du planning de l'opération et des modalités retenues pour les apports (espèces, nature ou jouissance), il est envisageable de prévoir un étalement sur au moins 3 ans de la mobilisation de cette participation d'où un montant annuel de l'ordre de 30 M€ pour ADP et de l'ordre de 15 M€ pour la SNCF.

Ces niveaux de participation paraissent acceptables au regard des niveaux des programmes d'investissement de chacun de ces deux établissements publics.

A titre d'information, ADP a d'ores et déjà programmé un montant de 15 M€ sur son budget 2003 et un montant de 46 M€ sur son budget 2004.

III – Poursuite des études et du projet

Les trois partenaires de l'opération (ADP, RFF et la SNCF) soumettent actuellement l'ensemble de leurs études relatives au trafic, aux recettes, aux coûts d'investissement et d'exploitation à l'examen critique des conseillers financiers. L'étude des aspects juridiques de la structure de financement a par ailleurs été confiée au cabinet Clifford Chance.

Cet examen permettra d'affiner la structure de financement proposée, notamment dans sa composante modélisation financière.

Pour pouvoir consulter les preneurs de risques ainsi que les actionnaires potentiels hors de la sphère publique en vue d'obtenir leurs meilleures offres en terme de participation à l'opération (en niveau d'engagement, en niveau de risque et en coût des ressources financières), il est indispensable d'obtenir maintenant une confirmation par les Pouvoirs Publics de leur intérêt pour le projet.

Ce n'est qu'à l'issue de cette phase que les études de rentabilité pourront être actualisées et que les décisions pourront être prises : décision d'engagement de l'opération par les conseils d'administration des trois entreprises, décision de lancement effective par les pouvoirs publics.