

4-2-2-Appréciation sur ce mode de financement

Le recours aux établissements financiers nous semble présenter deux avantages:

- une souplesse plus grande dans les possibilités d'adaptation du financement au besoin réel de l'émetteur.

- une possibilité d'obtenir des durées d'emprunt plus longues donc plus conformes à la logique du projet.

- une sécurité nettement plus importante dans l'approvisionnement en fonds, dans la mesure où il est possible de négocier une enveloppe globale de crédit et son échéancier par tranches dès le départ. Il est ainsi possible d'adapter commodément les appels de fonds aux nécessités de l'avancement des travaux.

Cette série d'avantages se paiera probablement par un coût facial plus élevé que celui d'un emprunt obligataire. Il est également exclu qu'il soit possible de recourir à une modalité d'emprunt avec une clause de participation car les institutionnels sont en général peu enclins à prendre des risques d'exploitation, ce qui serait en l'occurrence le cas. Soulignons que compte tenu de tous les frais annexes inhérents à l'emprunt obligataire, en particulier au niveau des commissions, il n'est pas évident qu'en définitive, l'emprunt classique auprès des établissements soit beaucoup plus cher.

4-3-Conséquences financières pour les Collectivités Territoriales

Il nous a semblé intéressant, de façon à fixer les ordres de grandeurs, de réaliser plusieurs simulations en se donnant des modalités de financement simples, aussi bien dans une perspective d'emprunts obligataires, que dans une hypothèse de financement direct par les établissements financiers.

4-3-1-Financement par le marché obligataire

Nous avons en annexe élaboré des échéanciers qui fournissent des ordres de grandeur de la charge de financement annuelle dans trois cas:

- par annuité constante
- par amortissement constant
- par remboursement in fine

Dans les trois cas, les durées envisagées sont de 15 ans et 20 ans. Le taux retenu a été de 6,5%. Le choix de ce taux a été dicté par un souci de prudence. En effet, il

correspond sans doute à un niveau un peu élevé par rapport aux taux qui pourraient être négociés actuellement, mais l'on ne peut pas exclure totalement que les taux aient remonté au moment où l'intervention devra se faire. Nous nous sommes également fondé sur un taux fixe, car il est hasardeux d'envisager ce que pourrait être un échéancier dans le cadre de taux variables et plus encore de taux assortis de clauses de participation.

Nous avons fait l'hypothèse de trois levées d'emprunt successives espacées de deux ans, de 217 millions chacune en francs 1992. En période de cumul des trois emprunts, pour une durée de 15 ans, l'échéance annuelle est de l'ordre de 80 millions de francs dans le premier cas, oscille entre 93 et 60 millions dans le deuxième cas, et se maintient aux seules charges d'intérêts dans la dernière hypothèse, mais avec de très fortes échéances en fin de période compte tenu du remboursement de la totalité des emprunts à l'échéance. Si l'on considère une durée de 20 ans, l'échéance en période de cumul s'élève à 68 millions, s'étage entre 82 et 45 millions en amortissement constant.

Au surplus, il convient de noter deux faits:

-Le choix d'un échéancier est très largement fonction des modalités d'intervention choisies. Si les collectivités locales considèrent qu'il est opportun d'intervenir dans une logique de caractère purement public, alors le plus simple est encore de recourir à une modalité d'emprunt par annuité constante, puisque ce système revient à gérer une charge constante dans le temps. Si l'option retenue consiste à intervenir partiellement ou totalement sous forme d'avances remboursables, il est préférable de recourir à un remboursement *in fine* qui a pour avantage de reporter la charge de remboursement tout à la fin de la période, quand l'investissement est susceptible de rapporter des revenus. Cependant, un tel système présente l'inconvénient précisément d'exiger un gros décaissement en fin de période, ce qui suppose de la part de l'émetteur de gérer un fonds de reconstitution ("sinking fund"). Ces fonds sont gérés en déterminant la somme qu'il faut dégager annuellement pour retrouver à l'échéance de l'emprunt la somme nécessaire au remboursement. Le montant de cette somme annuelle dépend du taux de rémunération que l'on peut espérer retirer des sommes placées annuellement dans le cadre de ce fonds d'amortissement. Si le taux de emploi est égal au taux auquel l'emprunt a été effectué, un emprunt *in fine* est équivalent, entre le paiement des intérêts et la somme qui abonde le fonds d'amortissement, à un emprunt remboursable par annuité constante. En revanche, si le taux de emploi peut être plus élevé que le taux auquel l'emprunt a été effectué le coût global de l'emprunt sera moins élevé que dans le cadre d'un remboursement par annuité constante. Ainsi, dans l'hypothèse d'un emprunt contracté à 6,5% sur 15 ans, avec une possibilité de remplacement (en cas de hausse des taux) à 7,5% en moyenne, il serait nécessaire d'abonder le fonds d'amortissement à raison de 28 885KF, ce qui impliquerait

une charge de financement globale de 77 905KF lorsque les trois emprunts cumuleraient leurs effets, contre 80 199KF dans le cas d'une annuité constante.

-En tout état de cause, il est clair qu'un amortissement fondé sur une annuité dégressive, c'est à dire sur un amortissement constant n'offre aucun intérêt.

Il nous semble que le souci de la simplicité, et la volonté de minimiser les risques devraient conduire à retenir un emprunt à annuité constante.

4-3-2-Les emprunts auprès des établissements financiers

Nous avons bâti au total huit échéanciers d'emprunt :

- trois échéanciers sont fondés sur une durée de 15 ans
- trois échéanciers sont fondés sur une durée de 20 ans

Pour chacune de ces durées on a distingué :

- des prêts remboursables en annuité constante
- des prêts remboursables en amortissement constant (annuité dégressive)
- des prêts remboursables en annuités progressives.

Ces six échéanciers sont fondés sur des levées successives tous les deux ans.

Nous avons en outre envisagé le cas de deux échéanciers, fondées sur des levées d'emprunt annuelles, l'un dans le cadre d'un remboursement par annuité constante, l'autre dans le cadre d'un remboursement en annuité progressive.

Il a été supposé un taux de 7%, et là encore pour les raisons évoquées précédemment dans le cadre des emprunts obligataires, nous avons raisonné sur la base de taux fixes.

Bien entendu, les annuités sont plus élevées que dans le cas obligataire, mais, il ne faut pas oublier que dans ce dernier cas, et si l'on envisage un placement dans le public, il convient de prévoir une commission comprise entre 0,45 et 0,90%, ce qui remonte sérieusement le niveau du taux réel, sans parler des autres frais.

Ce qui apparaît clairement à la lecture de ces tableaux, comparativement au cas obligataire :

- c'est d'abord l'avantage de pouvoir plus facilement différer les remboursements, et donc de simplifier les problèmes de trésorerie dans l'hypothèse où une partie des

ressources mises à la disposition du concessionnaire serait remboursable. Ce différé permettrait de reporter les remboursements aux établissements plus près des périodes de retour sur investissement.

- c'est ensuite la possibilité d'étaler les remboursements sur des périodes plus longues que dans le cas obligataire, ce qui permet de faire baisser la valeur actuelle de la charge d'emprunt, comme en témoigne les calculs portant sur les valeurs actuelles des échéanciers. Cet étalement contribue également à faciliter les problèmes de trésorerie des collectivités territoriales.

Enfin n'oublions pas que l'approvisionnement en fonds par le biais des établissements de crédit permet de fractionner avec beaucoup plus de sécurité l'enveloppe nécessaire.

4-3-3- Evaluation d'une participation aux résultats

Nous avons envisagé précédemment une possibilité d'intervention sous forme d'avances remboursables subordonnées, c'est à dire de concours ouvrant droit au remboursement voire à une rémunération en cas de réalisation des objectifs. Cette forme d'intervention a été explicitement envisagée par les banques chargées d'instruire le dossier financier du projet.

Lors de l'examen des simulations de résultat nous avons vu que les conditions d'exploitation dans le cas de base permettaient de dégager un résultat positif dès 2008. En 2010, le résultat serait de près d'un milliard de francs. On pourrait donc envisager un remboursement par annuité constante de la moitié des concours globaux consentis sur une période de 10 ans, ce qui conduirait à l'échéance de la dernière dette consentie par les Collectivités. Il est prévu dans le rapport des banques une rémunération de 5%; Dans ce cas de figure les annuités procureraient une recette annuelle de l'ordre de 49 millions de francs. Une rémunération plus élevée pourrait sans doute être négociée, et si l'on se place dans l'hypothèse d'un taux de 8%, ce qui paraît tout à fait raisonnable on obtiendrait une annuité de l'ordre de 56 millions de francs, ce qui dans l'hypothèse d'emprunts contractés par trois tranches égales au taux de 7% et remboursables en annuité constante, laisserait 27 millions de charge nette de financement de 2010 à 2015, puis permettrait de dégager un excédent au delà de 2017.

Synthèse des résultats

Besoins de financement hors charges de financement

Scénario de base 6,8GF

-diminué par

- *l'augmentation tarif fret de 5%*
- *la mise en place d'un péage*

-majoré par

- *une dérive du coût du tunnel de 15%*
- *le coût de l'autoroute ferroviaire*

Besoin total 7,3GF, montant actualisé à la date de mise en service

Participation des Collectivités

Participation européenne 1,3GF

Participation italienne 3GF

Participation française 3GF

-dont Collectivités 1,2GF soit 40% de la participation française

Cette somme est équivalente à environ 650 millions disponibles en 1995 sur la base d'un taux d'actualisation de 9%

Appréciations des modalités de financement

Les simulations ont été effectuées en francs courants de façon à faciliter l'appréciation du poids sur les finances locales. Les annuités calculées correspondent donc à un montant d'emprunt supérieur à 650 millions. Ces tableaux pourraient facilement être réévalués en fonction de la participation réelle au financement.

1. Emprunts obligataires

Ce sont eux qui procurent les coûts les plus faibles. L'allongement de la durée a évidemment un effet bénéfique sur le coût. Le remboursement in fine est le moins onéreux, mais il impose la gestion d'un fonds de reconstitution.

2. Emprunts auprès des établissements de crédit

On peut noter que dans l'hypothèse où le marché obligataire ne pourrait fournir que des échéances à 15 ans, les prêts à 20 ans des établissements de crédits fourniraient une valeur actuelle à peu près analogue, et en cas de fractionnement en 6 levées une valeur actuelle un peu plus faible, s'il s'agit de remboursement par annuité constante.

**Emprunt obligataire : taux 6,5 %
Fractionnement en trois emprunts**

Caractéristiques	15 ans			20 ans		
	Annuité Constante	Amortiss constant	Amortiss <i>in fine</i>	Annuité Constante	Amortiss constant	Amortiss <i>in fine</i>
Horizon	2014	2014	2014	2019	2019	2019
Echéance maxi	80199	93045	283684	68441	82042	285684
Date échéance maxi	2000 à 2010	2000	2014	2000 à 2015	2000	2019
Valeur actuelle au taux de 8%	589608	595770	564577	577155	586078	552321

Emprunt auprès des établissements de crédit : taux 7 %

**Fractionnement en trois emprunts
différé de 5ans**

Caractéristiques	15 ans			20 ans		
	Annuité Constante	Amortiss constant	Annuité progressive	Annuité Constante	Amortiss constant	Annuité progressive
Horizon	2014	2014	2014	2019	2019	2019
Echéance maxi	88097	118104	130984	82830	96339	148664
Date échéance maxi	2005 à 2010	2005	2010	2005 à 2015	2005	2015
Valeur actuelle au taux de 8%	602298	603961	635611	595541	598304	681694

Emprunt auprès des établissements de crédit au taux de 7 %

Fractionnement en 6 emprunts

Différé 5 ans

Caractéristiques	20 ans	
	Annuité Constante	Annuité progressive
Horizon	2020	2020
Echéance maxi	84070	113697
Date échéance maxi	2006 à 2015	2015
Valeur actuelle au taux de 8%	581739	636526

Au total, les diverses simulations effectuées montrent qu'un produit simple dans sa gestion ne coûte pas nécessairement beaucoup plus cher que des produits plus complexes, et donnent sans doute plus de souplesse et de sécurité.

Par ailleurs, on doit noter que l'intervention des Collectivités Territoriales peut s'inscrire dans une logique mixte autorisant à la fois un soutien de la rentabilité du projet tout en laissant la porte ouverte à une participation aux résultats de l'activité dans la mesure où celle-ci s'avérerait conforme aux anticipations.

CONCLUSION

Il est clair que sur un plan strictement financier ce projet n'est certainement pas d'une rentabilité très élevée. Cependant divers éléments conduisent à le regarder sous d'autres aspects que le point de vue strictement financier :

- en premier lieu ce projet présente un intérêt certain dans une perspective d'intégration régionale en créant une liaison entre des pôles qui entretiennent des relations économiques étroites depuis fort longtemps

- en deuxième lieu, nous l'avons souligné à plusieurs reprises au cours de ces développements, les résultats des simulations sont très sensibles aux variations de la conjoncture économique. Il est donc tout à fait possible que ce projet aboutisse à une rentabilité plus élevée que celle prévue dans un contexte international moins perturbé.

L'intervention des Collectivités Territoriales dans un tel projet doit être avant tout envisagée dans une logique d'aménageur sans souci premier d'une rentabilité financière immédiate. Il faut tirer deux conséquences immédiates de ce point de vue :

- d'abord, il nous semble que les Collectivités Territoriales doivent être très attentives au montage financier dont la société concessionnaire va être le siège. En particulier, il faut être attentif au fait qu'un montage trop chargé en fonds privés va être nécessairement très gourmand en retour sur investissement et implique certainement un risque financier plus important. En tout état de cause, ce type de montage laisse peu de marge de sécurité, tant en terme de résultat qu'en terme de financement. La cohérence financière nous semble donc plutôt commander de s'insérer dans un montage à large dominante publique qui laisse plus de marge de manoeuvre, qui permet d'obtenir des financements moins coûteux, et qui est plus en phase avec la logique d'un projet dont la rentabilité est au départ quelque peu étroite.

- Ensuite, nous pensons que la modalité d'intervention doit privilégier la sécurité et la simplicité de gestion pour les Collectivités Territoriales. Ce double objectif doit être réalisé aussi bien au niveau de la collecte des ressources par les Collectivités Territoriales, qu'à celui de la redistribution à l'entité concessionnaire. C'est la raison pour laquelle nous encouragerions volontiers le recours à des formes d'emprunts simples auprès d'établissements financiers. La baisse des taux rend ces formes de concours très abordables et ils offrent une sécurité d'approvisionnement que l'on n'est pas sûr d'obtenir auprès du marché financier. En ce qui concerne les aides apportées par les Collectivités Territoriales nous pensons qu'une partie doit faire l'objet de subventions pures et simples, et qu'une partie peut être constituée d'avances subordonnées. Ainsi dans l'hypothèse où les prévisions de rentabilité se réalisent les Collectivités Territoriales peuvent escompter récupérer sa mise à un horizon pas trop lointain. Inversement, si le projet manifeste une montée en régime moins rapide que prévue ces formes d'interventions permettent de ne pas trop alourdir les coûts de financement.

ANNEXES

Annexe 1 : Organigramme d'exploitation

Annexe 2 : Rentabilité prévisionnelle du projet

Annexe 3 : Résultats prévisionnels

Annexe 4 : Simulation - emprunts obligataires

Annexe 5 : Simulation - emprunts auprès des établissements de crédit