

# EUROTUNNEL

## Rêve ou cauchemar du petit porteur ?

Exposé débat Attac Paris 12<sup>ème</sup>  
15 avril 2008  
C.L.

---

### Sommaire

1	Le Royaume Uni à pied sec.....	2
2	Le projet Eurotunnel.....	3
2.1	Un projet politique .....	3
2.2	Not a public penny .....	3
2.3	Tunnel, Pont ou Pont to Pont ?.....	3
2.4	Le traité de Canterbury et l'accord de concession .....	4
3	La structure industrielle et financière.....	5
4	Le poids de l'état et des contraintes publiques.....	6
5	Coûts et Financement .....	7
5.1	Quelques définitions pour comprendre .....	7
5.1.1	Fonds propres .....	7
5.1.2	Endettement.....	7
5.1.3	Obligations .....	7
5.1.4	Dettes « senior » et dettes « junior » .....	7
5.1.5	La substitution .....	8
5.2	La capitalisation Eurotunnel.....	8
5.2.1	Capital I.....	8
5.2.2	Capital II.....	8
5.2.3	Capital III .....	9
5.2.4	Récapitulation.....	9
5.3	Le gonflement de la dette .....	9
5.4	Le temps des magiciens.....	10
5.4.1	La fin du siècle sera dure.....	10
5.4.2	Le dessous des cartes.....	11
5.4.3	Un justicier sort du bois .....	12
5.4.4	Démocratie actionnariale.....	12
5.4.5	Comptes et mécomptes.....	13
5.4.6	Un comité Ad hoc .....	14
6	La dernière bataille.....	14
6.1	Un nouveau plan de redressement de la dette .....	14
6.2	Application pratique .....	15
6.3	Bilan provisoire .....	16
7	Synthèse et conclusion .....	16
7.1	Résumons-nous : .....	16
7.2	Et les petits actionnaires ? .....	17
8	Postface .....	18

# 1 Le Royaume Uni à pied sec

Il y a 400 000 ans, le channel se traversait à pied sec. Depuis, nos amis britanniques ont dû apprendre à nager.

Tous n'étaient pas d'accord pour rétablir cette liaison permanente au continent : Parmi les opposants les plus résolus on trouvera longtemps les militaires britannique, méfiants à l'égard de visiteurs éventuellement non sollicités.

Leur donnant quelques raisons, Napoléon aurait envisagé l'invasion de l'Angleterre par plusieurs centaines de ballons gonflés à l'hydrogène, mais au-delà de cet épisode particulier des relations franco-britanniques, il faut bien dire que le XIX<sup>ème</sup> siècle et le début du XX<sup>ème</sup> ainsi que les relations tumultueuses entre les états européens ont fait capoter bien des projets.

Parmi un grand nombre d'entre eux qui ne sont pas tous passé à la postérité, les historiens ont généralement retenu, sous la révolution, celui de Henri, Desmarais et Gallois qui tomba au mauvais moment et ne fut pas retenu, projet que reprit Matthieu plus tard pour le présenter à Bonaparte. Les hostilités ayant repris entre les deux pays, le projet prit une nouvelle fois le chemin de la poubelle.

Plus tard sous la restauration en 1834, un dénommé Payerne proposa à Louis Philippe de réaliser une voûte formant cloche à plongeur et Franchot proposa d'immerger un tuyau en fonte entre les deux rives.

En 1867 sous le second empire, un projet plus sérieux sera présenté à l'exposition universelle :

Aimé Thomé de Gamond, ingénieur français, choisit parmi plusieurs solutions qu'il avait imaginé un tunnel ferroviaire foré qu'on peut considérer comme le précurseur du projet eurotunnel. Ce projet, qui recevra l'approbation de Napoléon III et de la reine Victoria sombrera avec le déclenchement de la guerre de 1870.

D'autres solutions ont été proposées, dans la seconde moitié du XIX<sup>e</sup>, dont celui de l'ingénieur Boutet : Un pont à arche unique enjambant le channel, peu crédible<sup>1</sup>, ou celui de Vérard de Sainte-Anne, des ponts multiples, projet qui sombra lui aussi avec la guerre de 1870.

Dans cette fin de siècle, une guerre se terminant en Europe alors qu'une autre déjà se prépare, les britanniques sont partagés entre le refus d'un possible vecteur d'invasion et la crainte d'un blocus maritime que faisait planer l'empire germanique. La France du second empire, de son côté, n'a pas vraiment les moyens de se payer l'investissement représenté par un lien fixe, pont ou tunnel. Il faudra attendre les tous débuts de la 3<sup>ème</sup> république, en 1875 pour qu'un nouveau projet voit le jour, présenté par l'ingénieur britannique Hankshaw, accepté par Mac-Mahon et (avec réticence) par le premier ministre britannique Gladstone.

Les travaux sont lancés et près de 2 km de galeries de chaque côté du channel ont été creusés quand Gladstone se ravise et fait voter en 1882 sous prétexte de sécurité et de risque militaire une loi au parlement britannique arrêtant les travaux. Ils ne reprendront pas, malgré le lobbying intense de la société « channel tunnel company » propriété de British Railway, créée pour la circonstance et qui sera mise en sommeil pour 70 ans avant d'être réactivée en 1957.

---

<sup>1</sup> En tous cas dans les conditions technologiques de l'époque

On ignore les raisons réelles du revirement du premier ministre anglais, les raisons invoquées étant plutôt de convenance, mais il faut noter que ce premier ministre libéral habile, qui fût maintenu à son poste par la reine 4 fois de 1868 à 1894 avait entamé une politique de réduction d'impôts qui impliquait une réduction des dépenses publiques.

La channel tunnel company sera présente dans un autre projet qui sera lancé en 1972 sous Georges Pompidou et Harold Wilson. Les travaux seront arrêtés définitivement en 1975, la Grande Bretagne renonçant au projet « pour des raisons économiques ». **300m de galeries avaient été creusés côté français, 400m du côté britannique.**

## 2 Le projet Eurotunnel

### 2.1 Un projet politique

Curieusement, ce sont les bonnes relations entre l'ultra-libérale Margaret Thatcher et le socialiste François Mitterrand qui permettront la mise en œuvre, dans les années 80, d'un nouveau projet de liaison fixe entre le Royaume Uni et le continent.

A vrai dire, l'entente entre la « dame de fer » et le représentant d'un état « qui a des communistes dans le gouvernement » reposera sur des bases politiques et stratégiques : Tandis que François Mitterrand, qui avait quelques difficultés relationnelles avec l'Allemagne de Helmut Schmidt en 1981, recherchait les termes d'une nouvelle « entente cordiale »<sup>2</sup>, Marc Fressoz<sup>3</sup> nous rappelle que le tunnel sous la manche fut aussi l'un des termes de l'échange qui se négocia sur la participation de la Grande Bretagne au budget Européen significativement réduite (« I want my money back » ! disait alors Mme Thatcher).

Les péripéties de la négociation, qui fut conclue par un accord le 20 janvier 1986 mériteraient à elles seules un exposé et un débat dans le contexte des années 80. Nous n'en retiendrons ici que l'essentiel lié au sujet.

### 2.2 Not a public penny

L'un des principes sur lequel la dame de fer se montra intraitable fut celui selon lequel le projet devrait être à 100% financé par des fonds privés, sans intervention sous quelque forme que ce soit des budgets nationaux. Pierre Bérégovoy, premier ministre de François Mitterrand, aurait de loin préféré un financement mixte mais n'a pas été écouté. Cela n'a pas empêché les deux états de se mêler, tout de même, du développement de cet ouvrage enfoui dans la terre comme dans l'histoire.

*On relira avec intérêt le chapitre I et notamment le constat que par deux fois la Grande Bretagne a abandonné un projet en cours pour des raisons qui semblent bel et bien lié au coût représenté pour les finances publiques. Ce constat donne une certaine cohérence à la position prise par Margaret Thatcher de refus réitéré d'impliquer les finances publiques dans cet ouvrage colossal.*

### 2.3 Tunnel, Pont ou Pont to Pont ?

Quatre projets étaient en lice pour la réalisation du lien fixe entre la France et le Royaume-Uni<sup>4</sup> :

<sup>2</sup> Cela s'est arrangé en 1983 avec Helmut Kohl et plus particulièrement à partir de 1984 où les 2 chefs d'état commencèrent à se rencontrer.

<sup>3</sup> In « Le scandale d'Eurotunnel », Flamarion, 2006

<sup>4</sup> Cette brève a été extraite intégralement d'une page sur <http://www.techno-science.net/>

- *Europont : il s'agissait d'un pont de 37 km soutenu par 8 pylônes, faisant appel à des techniques nouvelles, avec des travées longues de 5000 mètres suspendues à des câbles en kevlar, dont le coût était évalué à 60 milliards de francs.*
- *Euroroute : c'était un ensemble routier pont-tunnel-pont, les ponts reliant des îles artificielles à la côte, et un tunnel ferroviaire de 38 km sous le fond de la mer.*
- *Channel Expressway : ce projet présenté à la dernière minute comprenait un ensemble de tunnels routiers et ferroviaires.*
- *Eurotunnel : dans ses grandes lignes, ce projet reprenait celui de 1972-1975, d'un double tunnel ferroviaire avec un troisième tunnel de service.*

C'est finalement la solution Eurotunnel qui a été retenue.

A noter que cette étape préliminaire au choix du projet (c'est purement anecdotique), contrairement au principe adopté (not a penny public) a été financée ... par la communauté Européenne.

## **2.4 Le traité de Canterbury et l'accord de concession<sup>5</sup>**

**Le traité de Canterbury** signé le 12 février 1986 est le document de base qui définit l'engagement des deux états à réaliser le tunnel sous la manche.

Il prévoit notamment que le financement sera 100% privé,

Il crée une Commission Inter Gouvernementale (CIG) responsable de la surveillance de la construction et de l'exploitation du tunnel, notamment en matière de sécurité. Ses représentants seront présents à tous les stades du projet et sur le terrain : Ils ont le pouvoir d'imposer des règles ou des normes d'intérêt public qui s'imposent aux concessionnaires.

**L'accord de concession** signé un mois plus tard soit le 14 mars 1986 est un accord conjoint des gouvernements britannique et français autorisant la société Française France Manche et la société britannique Channel Tunnel Group à concevoir, financer, construire et opérer le tunnel sous la manche pour une période de 55 ans, étendue depuis jusqu'en 2086.

***France Manche** est un groupement de BTP dans lequel on retrouve : Bouygues, Spie-Batignole, Dumez, SGE, SAE, s'appuyant sur les banques Crédit Lyonnais, Banque Nationale de Paris et Banque Indosuez<sup>6</sup>  
Channel Tunnel Group est un autre groupement de BTP constitué par cinq groupes de BTP et appuyé sur deux banques britanniques. Ce groupe dont le propriétaire principal est British Railway était déjà présent dans le projet précédent de 1975.*

Cet accord s'analyse comme une concession de travaux et de services publics. Il présente les caractères d'un contrat entre Etats et investisseurs privés. La concession n'est pas un traité. En revanche les dispositions du Contrat de concession doivent être interprétés conformément au droit international.

Le contrat est fondé sur la notion française de service public. Comme dans une délégation de service public à la française, l'état (Ici le CIG qui le représente) a un pouvoir d'intervention important dans les conditions d'exécution du contrat. La grosse différence, c'est que Mme Thatcher a dit « not a public penny ».

A noter que si la concession porte sur une liaison ferroviaire, il est prévu que les concessionnaires, toujours sous financement privé, seraient éventuellement autorisés plus tard à ajouter à l'ouvrage une voie de communication routière.

<sup>5</sup> Ces deux textes sont présents et aisément accessibles à plusieurs endroits sur Internet .

<sup>6</sup> Indosuez qui, depuis que Nasser leur a « confisqué » le canal de Suez (contre indemnisation, rassurez vous) est à la recherche d'un grand projet à la mesure de ses talents.

### 3 La structure industrielle et financière

Au départ, les choses sont déjà moins que simple : Les protagonistes dont nous venons de parler s'organisent et créent une société commune ou plutôt deux sociétés jumelles, l'une anglaise : Eurotunnel P.L.C. et l'autre française : Eurotunnel S.A. jumelées dans Eurotunnel avec un conseil d'administration commun dans lequel les pouvoirs sont diplomatiquement équilibrés, au moins au début.

Chacune des deux moitiés d'eurotunnel embauche son propre personnel et le gère suivant le droit du travail de son pays en veillant à ce qu'un déséquilibre par exemple sur les salaires n'amène pas de problèmes sociaux. Pour équilibrer le comité d'entreprise de la partie française, Eurotunnel P.L.C. devra créer un très britannique « company council ».

Nous verrons plus tard que chacune des sociétés jumelles est une société par action<sup>7</sup>, mais que les actions sont jumelées et négociées ensemble. Ainsi, nous ne parlerons pas de la valeur d'une action, mais de la valeur d'une unité, chaque unité représentant un couple d'actions, l'une de Eurotunnel PLC et l'autre de Eurotunnel SA, même si, par abus de langage, on continue souvent à parler d'actions. Ceci n'aide pas à la clarification.

Eurotunnel construit des accords avec la SNCF et avec British Railway, pour la mise en œuvre du système ferroviaire : Grâce au BTP largement représenté, ils ont la compétence pour creuser le tunnel et l'équiper, grâce à leur assise bancaire ils trouveront les capitaux pour les travaux et l'exploitation leur permettra d'amortir les capitaux engagés et de réaliser des bénéfices ... En tous cas c'est le plan affiché.

C'est un schéma relativement classique mais rarement utilisé à une telle échelle (initialement environ 4,5 milliards d'Euros pour les seules infrastructures fixes, tunnels et leur équipement , hors matériel roulant et mise en opération).

Très rapidement, les 10 entreprises de BTP françaises et britanniques au sein de France Manche et channel tunnel group s'associent dans un GIE : « transmanche link » (TLM) qui sera maître d'oeuvre.

Eurotunnel devient une holding, une structure financière qui doit d'assurer le financement de l'ensemble, sa capitalisation, et l'intérêt de ses actionnaires. C'est là où le bât blesse, car on verra le conseil d'administration porter un regard différent sur les intérêts des uns et des autres.

A noter, ce qui aura son importance, que si les tâches de financement et de maîtrise d'ouvrage sont ainsi réparties, les mêmes entités sont représentées dans les deux structures et par exemple la banque qui gère les finances dans la holding est aussi la banque de l'entreprise de BTP, celle qui va réclamer des fonds ... et celle qui va en prêter !

Le tunnel lui-même, restant propriété de l'état à l'échéance de la concession, toute la propriété matérielle d'Eurotunnel est en réalité concentrée dans TLM appartenant pour 70% aux 10 sociétés et pour 30% aux banques, tandis que sa valeur boursière repose sur une appréciation subjective du déroulement du projet et du services à venir qu'on en attend.

---

<sup>7</sup> La raison en est que à ce moment (1986), il y a encore pas mal d'écart entre les « international accounting standards anglo-saxons et les normes et standards de comptabilité nationales en vigueur en France.

On a ainsi un système totalement incestueux<sup>8</sup> ou dans cette première phase et d'ailleurs dans toutes les autres les banques co-proprétaires du projet vont lui prêter de l'argent pour faire face à ses besoins en générant à leur profit des frais financiers qui augmenteront le besoin en financement.

TLM a la responsabilité des choix techniques mais pas de leur financement, la nature des travaux ne permet pas souvent de négocier des travaux clé en main au forfait et on ne peut en aucun cas contrôler les prix par la concurrence et l'ouverture d'appels d'offre.

Cette situation va générer au sein du CA d'Eurotunnel un climat de méfiance où les banquiers (qui cependant y trouvent leur compte) vont reprocher aux entreprises de laisser glisser leurs prestations et leurs prix pour se faire financer des profits tandis que les banques se verront accusées d'étrangler Eurotunnel en se gavant de frais financier.

## 4 Le poids de l'état et des contraintes publiques

On a dit plus haut que l'entreprise se développait sans client. Ce n'est pas tout à fait vrai : C'est à Eurotunnel et donc à TLM de définir ce que doit être le système et ses solutions techniques mais la CIG possède une véritable capacité de nuisance (souvent à bon escient) exigeant ici une redondance, contestant là tel dispositif non-conforme aux normes nationales, bref, exigeants sur la qualité sans avoir à en financer le coût.

De plus, travaillant de concert avec le CIG, chaque pays a nommé son propre cabinet d'expertise qui chapote les travaux : Pour la France c'est le groupe SETEC, que l'on trouve dans cette position d'expert en maîtrise d'œuvre dans de nombreux grands projets<sup>9</sup>, et pour la Grande Bretagne la société ATKINS CONSULTING, société multinationale d'ingénierie que l'on retrouve conseillère dans les mêmes conditions<sup>10</sup> en Angleterre et « off shore ».

Ces deux consultants sont des pointures ... dont le financement est à la charge d'Eurotunnel. Ils ont une grande autorité dans le projet et travaillent en bonne intelligence avec le CIG qui est en fait leur client sur le plan fonctionnel. Ce dernier alimente leur réflexion en posant des hypothèses à vérifier comme : Le tunnel est-il protégé contre les attentats ? Quelques mois après avoir posé cette question, au lendemain de la mise en service de la liaison ferroutage, un camion sur une rame prenait feu au milieu du tunnel, dans des conditions assez mystérieuses, retardant de 6 mois la suite de la mise en exploitation et démontrant l'insuffisance des mesures prises. Une autre demande spectaculaire de la CIG fut que l'on vérifie la vulnérabilité du tunnel à une attaque par bombe sous-marine lancée d'un bateau à la verticale du tunnel.

L'un dans l'autre, les agents publics et les consultants SETEC et ATKINS sont tout à fait dans leur rôle et s'en acquittent sans complaisance particulière à l'égard des exécutants, ce qui est tout à leur honneur. Le seul problème, c'est que le prix à la fois de leur fonctionnement et des surcoûts que leurs expertises provoquent n'étaient pas vraiment compris dans le devis initial.

*A noter que l'état n'est pas le seul à pousser à la dépense pour raisons de sécurité, réelles ou supposées : Les entreprises de transport maritime y vont aussi très fort, dans leur souci de ne pas laisser Eurotunnel prendre trop de parts de marché dans la traversée de la manche, surtout dans la perspective de la fermeture du « duty free » à bord (décision européenne) qui va les priver d'un revenu complémentaire important t...  
En plus d'une guerre commerciale sur le prix des divers services de liaison, qui obligera Eurotunnel, pour rester compétitif à baisser ses prévisions de péage et donc ses capacités financières en exploitation, une véritable*

<sup>8</sup> Le terme est de l'association ADACTE (cf. § 5.4.3) dans l'une de ses analyses critiques sur la gestion d'Eurotunnel

<sup>9</sup> du tunnel sous la manche au viaduc de Millau en passant par les tours de la défense

<sup>10</sup> Entre autres dans un projet de trains grande vitesse en UK et également dans un énorme chantier de BTP dans le sultanat d'OMAN.

*campagne sur les risques du tunnel est engagée ... jusqu'à ce que le bateau transporteur « Herald of free enterprise » (ça ne s'invente pas) coule le 6 mars 1987 en raison d'une porte mal fermée, ce qui mit fin pour un temps à cette campagne.*

## **5 Coûts et Financement**

### **5.1 Quelques définitions pour comprendre**

*Rappelons que nous ne sommes pas dans un cours d'économie : Les définitions sommaire qui suivent rendent compte d'une réalité souvent plus complexe, développée seulement dans la mesure ou elle aide à la compréhension.*

Dans les conditions les plus courantes, le financement d'un projet est réalisé partie en fonds propres, partie par l'endettement, endettement qui sera résorbé à la mise en exploitation du projet. La société peut aussi émettre des obligations. Eurotunnel a poussé très loin cette pratique, bien au delà de ce qui est habituellement admis dans les pratiques commerciales.

#### **5.1.1 Fonds propres**

Les promoteurs du projet apportent généralement 20 à 30% des fonds propres, le reste étant fourni par des investisseurs institutionnels (les « zinzin »), les marchés de capitaux et parfois par des fonds spécialisés dans le financement d'infrastructure. L'originalité d'Eurotunnel aura été de faire appel très largement à l'épargne publique, autrement dit à un nombre considérable de petits porteurs en lieu et place de professionnels. Ce n'était pas fortuit : Nous analyserons les stratégies et en verrons les conséquences.

*Les fonds propres, (equity capital) pour en donner une définition très simplifiée, sont constitués des apports en capital à l'origine ou apporté par la suite, des pertes accumulées et des bénéfices non distribués aux actionnaires (réserves et provisions).*

#### **5.1.2 Endettement**

Les dettes sont constituées de tout ce que la société se voit attribuer par emprunt et contre remboursement ultérieur, qu'il s'agisse de capitaux, de services ou de matériel.

Elles sont constituées auprès des banques commerciales, des fournisseurs d'équipements, services ou technologies, des organismes nationaux ou internationaux de prêts publics ou privés, etc. ...

Dans le cadre particulier de la structure de Eurotunnel, si les fonds propres sont amenés et comptabilisés au niveau de cette structure, c'est TLM qui dépense et fait appel à des fonds qui, faute d'être couverts par les ressources propres de l'entreprise, doivent être recherchées par l'emprunt.

#### **5.1.3 Obligations**

Les obligations sont des dettes titrisées (structurées) qui rapportent à leur détenteur un intérêt fixe (les « coupons ») fonction de leur valeur nominale. Elles sont délivrées pour une durée définie par une date de remboursement et sont négociables sur un marché d'obligations ou de gré à gré.

Il existe des ORA, obligations remboursables en actions, qui comme leur nom l'indique seront remboursées en actions de l'entreprise et non en cash.

#### **5.1.4 Dette « senior » et dette « junior »**

Le droit du commerce codifié, en cas de liquidation d'une entreprise, des dettes « senior » qui devront être remboursées en priorité, et des dettes « junior » qui passent au second rang.

Pour d'obscures raisons fiscales, une partie des fonds propres sont considérés comme une dette, mais une dette « junior » c'est-à-dire en cas de faillite de l'entreprise remboursable au 2<sup>ème</sup> rang derrière les dettes « senior », essentiellement les emprunts et dettes constituées.

### **5.1.5 La substitution**

Au moment où se constitue le plan de financement, la société qui se forme a la faculté de constituer une structure « ad hoc » avec laquelle les promoteurs originels et les investisseurs négocient des règles au titre desquelles, si l'entreprise devient incapable de faire face à ses dettes et met en danger les intérêts de ses investisseurs, la structure en question peut prendre en main la gestion de fait de la société, écartant son conseil d'administration, jusqu'à liquidation de la dette. Evidemment, cette disposition devient caduque si l'entreprise dépose son bilan.

Pour Eurotunnel, les lois commerciales étant différentes des deux côtés du channel, la structure « ad oc » est constituée de deux groupes de banquiers qui ne sont pas les prêteurs (c'est en principe interdit) mais bien entendu, par le jeu des participations croisées ils en sont actionnaires.

*Deux sociétés , l'une anglaise, Subent Ltd et l'autre française, Substant SA, sont créées dont les actionnaires sont : National Westminster pour la première et par Crédit Lyonnais Développement Economique, Banque Nationale de Paris, Caisse Nationale de Crédit Agricole, Midland Bank International Finance Services Ltd , Banque Fédérative du Crédit Mutuel Holding, Crédit du Nordentre autres pour la seconde.*

## **5.2 La capitalisation Eurotunnel**

### **5.2.1 Capital I**

La première étape de capitalisation (capital I ou equity capital I) sera réalisé en deux temps :

En mai 1986, les actionnaires « historiques » de France Manche et channel tunnel group apportent une première dotation en espèces et en nature (brevets, équipements, structures opérationnelles ...).

*Les actionnaires à l'origine*

#### ***Côté français***

*Bouygues, Dumez, SAE , SGE, SPIE-Batignolles, Crédit Lyonnais, BNP, Banque Indosuez*

#### ***côté britannique***

*Belfour Beatty, Costain, Tarmac Construction, Taylor Woodrow, Winpey, Granada Group, Mobil Oil, Nat West Midland*

En Octobre la même année, les banques feront appel au marché des capitaux pour 2 milliards de francs (305 millions d'Euros) supplémentaires en fonds propres . Il s'agit d'un placement privé (non coté en bourse) dont 1/3 sera souscrit par des actionnaires français, 1/3 par des britanniques et 1/3 sera placé dans d'autres pays dont la Belgique.

### **5.2.2 Capital II**

C'est le moment de l'entrée en bourse d'Eurotunnel. En 1987 ce sera l'appel aux actionnaires privés et individuels, pour 1,35 milliards d'euros à l'introduction en bourse.

L'action individuelle, proposée au petit porteur est vendue 5,34 € l'unité<sup>11</sup>. Ceci représente près de 200 000 unités que se partageront les petits porteurs

*A noter que les pouvoirs publics, britanniques comme français ne sont pas à l'origine de cet appel à l'épargne populaire, réalisé à l'initiative des cinq banques originelles mais qu'ils ont*

<sup>11</sup> Soit 200 000 actions françaises et 200 000 actions anglaises, indissociables et vendues ensemble.



*bien accompagné le mouvement en prenant part aux campagnes de communication développant l'idée d'un placement de père de famille à haut rendement financier, campagnes qui ont piégé des milliers de petits porteurs. Nous y reviendrons en détail.*

### **5.2.3 Capital III**

Ce sera la dernière augmentation de capital en 1990 avant que l'importance de la dette n'oblige à restructurer toute l'architecture financière d'Eurotunnel.

L'augmentation de capital est de 869 millions d'Euro, soit 200 000 unités au prix de 4,31 € l'une.

Le prix de souscription est notablement inférieur au cours de l'unité qui s'établissait au 31 octobre 1990 à 7.4 € . En effet sous la pression des banques sous garantes qui veulent éviter d'exercer leurs garanties dans des proportions trop importantes, le prix de souscription est fixé à 4.31 €

En décembre, après l'augmentation de capital, le couple d'actions atteindra les 20 € avant de chuter sous le poids de la dette comme nous allons le voir.

### **5.2.4 Récapitulation**

En décembre 1990, alors que la jonction des deux tronçons du tunnel de service vient d'être opéré, les actionnaires « professionnels » ont apportés au projet un peu plus de 300 millions d'Euros, et les petits porteurs 2 milliards 220 millions d'Euros.

La valeur de leur patrimoine cependant dépend moins du prix qu'ils ont payé que de la valeur de la capitalisation boursière, c'est à dire du prix de leurs actions sur le marché.

Mais la dette a grimpée, et l'évolution du capital va prendre d'autres voies. Nous y reviendrons.

## **5.3 Le gonflement de la dette**

L'augmentation du capital était loin de couvrir les besoins en « cash flow » et en investissements du projet, compte tenu de l'insuffisance des études préliminaires,<sup>12</sup> Aux retards liés à une certaine impréparation s'est ajoutée l'apparition de contraintes nouvelles liées au déroulement du chantier.

C'était évidemment prévu par le Conseil d'administration, même si on s'est bien gardé d'attirer l'attention des petits actionnaires sur ce détail. Le 27 août 1987 un contrat de garantie de prêts était signé par Eurotunnel d'un montant de 50 milliards de francs (7.62 milliards d'Euros, un montant de tirages autorisés qui sera pratiquement doublé par la suite) avec plus de 50 banques, les droits de tirage étant conditionnés à la réussite de l'augmentation de capital de 1987.

En 1989 le niveau de l'action, boosté par le succès de la dernière augmentation de capital et une campagne habile sur les perspectives va se maintenir alors que le niveau de l'action progresse régulièrement jusqu'à atteindre 19,36 € en mai. L'endettement cumulé ne sera encore que de 200 millions d'Euros.

---

<sup>12</sup> Les travaux ont été lancés le plus vite possible pour lutter contre un enchérissement possible par glissement des délais. C'est évidemment le contraire qui s'est produit.

L'endettement atteindra 10,4 milliards d'Euro (68,5 Milliards de francs) en 1990 lorsque le percement du premier tunnel sera achevé, soit déjà 5 fois la valeur de la capitalisation boursière et la dette est bien supérieure aux capacités de remboursement d'Eurotunnel, même en tenant compte du fait que la concession a été prolongée de 2052 à 2088 soit 34 ans de plus pour rembourser. Inutile de dire que l'augmentation de capital alors réalisée, bien que réussie, est loin de boucher le trou financier.

En 1993, la capitalisation boursière est de 3.304 milliards d'Euros, avec une action à 6,14 francs, contre une valeur de 70 millions en 1987 avec une action à 4.11 francs mais début 1994 la dette dépassera les 15 milliards et à l'occasion de l'augmentation de capital de 1994 les banques en profiteront pour demander des garanties supplémentaires (sur les actifs des sociétés emprunteuses) et pour augmenter des taux d'intérêt et des commissions déjà confortables.

Résumons nous : A ce moment, les actionnaires divers ont apporté au projet 2,5 milliards d'Euros, la valeur boursière de Eurotunnel est estimée à 3,3 milliards d'euros et dans l'estimation la plus optimiste la dette atteint et dépasse 15 milliards d'euros.

La dette est évidemment nourrie par le prix de la dette, des intérêts et frais financiers dont le montant représenterait 30 à 40% du total dû.

## **5.4 Le temps des magiciens**

*Alors que la mise en exploitation d'Eurostar commence fin 1994, dès 1995 Eurotunnel qui est pratiquement en état de cessation de paiement cesse de rembourser les intérêts de sa dette et son conseil d'administration entame une opération de restructuration du capital.*

*Le coût à achèvement du seul projet de liaison (hors coûts d'exploitation) initialement estimé à 7 milliards d'euros est désormais évalué à 15 milliards, et sera finalement établi autour de 16 milliards, dont la plus grande partie reste à rembourser.*

*Il est plus que temps de trouver une solution miracle pour éviter le désastre d'autant que les petits actionnaires, malgré tous les efforts qu'on a déployé pour les rassurer commencent avec quelques raisons à s'inquiéter de l'avenir de leur patrimoine.*

### **5.4.1 La fin du siècle sera dure**

Au delà de toute ces péripéties, le tunnel continue aussi à se creuser, même si ce n'est pas au même rythme que la dette, et il sera inauguré en mai 1994 par François Mitterrand et la reine Elisabeth II.

En septembre 1995, Eurotunnel se déclare dans l'incapacité de continuer à rembourser les intérêts de sa dette.

Le 22 avril 1996, la société annonce 1,1 milliards d'euros de pertes d'exploitation, mettant en lumière le fait que, peut-être, on a légèrement surestimé les évaluations sur le trafic attendu.

Pourtant, selon certaines sources<sup>13</sup> l'entreprise sans sa dette serait très juteuse avec une marge d'exploitation de plus de 70% crachant des centaines de millions d'Euros ... mais il y a la dette qui plombe tout en pompant tout le cash flow disponible et au-delà.

L'action a entamé sa descente aux enfers, au plus fort de la crise elle descendra bien en dessous de 1 €.

Le 10 juillet 1997, le conseil d'administration propose aux actionnaires et fait accepter un plan de sauvetage d'eurotunnel menacé de faillite avec l'objectif de restructurer près de 10 milliards de dettes. Le plan est de titriser cette dette, de transformer les créances bancaires en actions et certaines en obligations. Après cette opération, les banques créancières seront détentrices de 49% des actions de la société, mais ne le resteront pas : Une campagne habile de communication persuadera le marché que les banques sont en train de se constituer (à bas prix) un titre de propriété en béton sur le tunnel sous la manche, et plusieurs banques remettront sur le marché une partie de leur portefeuille avec des plus-values substantielles car, bien entendu, l'action remonte avec l'accroissement de la demande.

En septembre 1999, Eurotunnel un peu regonflé par la dernière augmentation de capital sera en mesure de racheter pour 215 millions d'euros de sa dette, mais déjà la prochaine crise s'annonce qui sera pleine de rebondissements.

#### **5.4.2 Le dessous des cartes**

Il nous faut nous arrêter un instant sur ce que nous venons de voir, qui constitue le véritable tour de passe-passe :

La dette initialement aux environs de 15 milliards d'euros serait à l'issue de l'opération redescendue autour de 5 à 7 milliards. Bravo, mais ou a donc pu passer le reste ?

- Une partie de la dette a été convertie en actions, négociables de suite par le banquier qui en a bénéficié.
- Une partie de la dette a été convertie en obligations remboursables en action (ORA). Autrement dit, une dette bancaire est remboursée en émettant un titre (obligation) qui vient renforcer les fonds propres (ressources stables) jusqu'à la date de remboursement, remboursement qui se fera en actions : Le créancier, d'abord passant obligataire, deviendra propriétaire d'actions nouvelles à la date de remboursement, au détriment des actionnaires plus anciens puisque le patrimoine, lui, n'a pas changé dans cette opération. Eventuellement il pourra garder ou revendre ces actions suivant leur situation sur le marché à ce moment.
- Pour une partie, une société ad hoc créée pour la circonstance a émis des obligations pour le compte d'Eurotunnel sur le marché obligataire (FLF) et le produit de la vente représente du cash flow permettant de racheter d'autres dettes.
- 

Bien entendu, la dette n'a pas disparu : Une partie a simplement été décalée dans le temps car il faudra bien rembourser les obligations à date fixe, et entre temps l'opération génère bien quelques intérêts et commissions, mais une partie de la dette a disparu des comptes courants et des lignes de crédits accordés, on pourra même si nécessaire emprunter à nouveau.

Certains, notamment à l'ADACTE que nous allons découvrir vont bien prétendre que rembourser un crédit avec des fonds propres ou du capital n'est pas très régulier, mais mondialisation aidant on travaille désormais avec les GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) qui sont les principes comptables internationaux hérités des USA qui permettent ces gymnastiques.

---

<sup>13</sup> Par exemple Backchich.info, qui se réclame du parrainage de Daniel Mermet

### 5.4.3 Un justicier sort du bois

Une association regroupant une partie des petits actionnaires s'est constituée en 1995 : l'ADACTE<sup>14</sup>. Son président est Joseph Gouranton, ingénieur conseil et fonctionnaire en retraite.

Cette association a déjà entrepris plusieurs actions en justice contre le conseil d'administration d'Eurotunnel, l'accusant de gruger le petit actionnaire, sans beaucoup de succès.

De 1999 à 2003, la situation ne s'est pas arrangée. En 2001, l'action est autour de 1,4 euros et descend encore. Elle atteindra le record de 0,32 € en février 2003.

Les présidents du CA d'Eurotunnel se sont succédés depuis la création du groupe : Charles MacKay est Président, Richard Shirrefs est Directeur général, ils sont Anglais. Le CA les a désigné tous deux dans une direction bicéphale pour remplacer Philippe Lazare, PDG, arrivé en Avril 2001 avec une action à 1,2 € et reparti en décembre de la même année avec une action descendue à 0,65 €. Lui même avait succédé à Patrick Ponsolle qui n'avait pas souhaité se représenter.

**Le 15 mai 2003**, lors de l'assemblée générale des actionnaires, les petits actionnaires réunis autour de l'ADACTE demandent dans une résolution la destitution du PDG en exercice. La demande n'obtient pas la majorité, mais ce n'est pas la fin de l'histoire.

*On voit apparaître à cette occasion un personnage dont on entendra largement parler par la suite, curieux, complexe et pour tout dire un peu sulfureux.*

*Nicolas Miguet, boursicotier, patron de plusieurs revues boursières, a été condamné récemment à cinq ans d'interdiction de gestion à la suite d'une faillite qui s'est conclue au tribunal et il opère désormais par l'intermédiaire d'un autre Nicolas : Nicolas Martin du Nord, véritable alter ego qui le représente juridiquement dans toutes les opérations financières, notamment dans la gestion de ses journaux. Nicolas Miguet a*

*Aussi des ambitions politiques : fondateur du RCF (rassemblement pour le Contribuable français), il a tenté deux fois (2002 et 2008) de se présenter aux élections présidentielles et les deux fois n'a pu réunir les 500 signatures. Ce « Savonarole du petit actionnaire », comme l'ont surnommé les journalistes, ou encore « Citizen Miguet » comme l'appelle Sylvain courage dans le Nouvel Obs apparaîtra au cours du conseil comme le moteur de la conjuration.*

*Un autre personnage de polar apparaît dans le circuit : Un certain François Gontier, un raider de 35 ans, qui a réussi à collecter 3% des actions d'Eurotunnel. Flairant un bon coup, il prendra position avec les insurgés, mais la manœuvre ayant échoué, il revendra discrètement ses actions durant l'été et disparaîtra de la scène.*

### 5.4.4 Démocratie actionnariale

Nous sommes début février 2004, à quelques jours d'une assemblée générale extraordinaire mémorable.

L'assemblée ordinaire du 15 mai s'est terminée sur un échec pour l'ADACTE et son nouvel allié Nicolas Miguet. Bien que les petits actionnaires soient en réalité majoritaires dans le capital, pour que cette majorité soit prise en compte, il aurait fallu soit que les 72 000 petits porteurs viennent à l'assemblée générale, soit qu'ils donnent pouvoir unanimement à leurs représentants. C'est précisément pour avoir pris la précaution de collecter de nombreux pouvoirs que le conseil d'administration s'en est tiré à bon compte.

Ce 19 février, donc, Sylvain Courage<sup>15</sup> nous raconte qu'une réunion discrète se tient dans une salle de l'assemblée nationale (tiens, tiens !). Il y a là Joseph Gouranton, Pierre Cardo, député UMP des Yvelines<sup>16</sup> qui est probablement celui qui a réservé la salle, et Nicolas Miguet n'est pas là mais il est représenté par son substitut financier Nicolas Martin du Nord. Il y a aussi un invité de marque : Jacques Maillot, ex-patron de « nouvelles frontières » dont on pense qu'il

<sup>14</sup> L'Association de Défense des Actionnaires d'Eurotunnel

<sup>15</sup> Le Nouvel Observateur, 19 février 2004

<sup>16</sup> ... et propriétaire de 14 000 titres achetés il y a trois ans au cours de 1,4 euro tombés ces jours-ci, sous le plancher des 40 centimes d'euro.

ferait un bien meilleur PDG de Eurotunnel que Richard Shirrefs, dans l'intérêt mieux compris des petits actionnaires.

Nicolas Martin du Nord annonce précisément qu'ayant réussi à réunir plus de 5% des actionnaires, en vertu de la récente loi NRE<sup>17</sup>, il est possible de convoquer, contre le gré des administrateurs, une assemblée générale avec à l'ordre du jour la soumission du CA à un vote de confiance.

Ce ne sera pas facile, il faudra en passer par le tribunal mais le 7 avril une AG extraordinaire sera convoquée à la demande de 8% des actionnaires.

#### **5.4.5 Comptes et mécomptes**

L'AG du 7 avril est un modèle du genre que l'on devrait enseigner dans tous les cours pratiques de démocratie, s'il se trouvait un gouvernement assez démocrate pour en organiser.

Le camp du CA sortant est mis en minorité et c'est une affaire entendue d'autant plus que tous les actionnaires « structurés » ne défendent pas tous les mêmes intérêts. Il va donc falloir accueillir dans l'équipe dirigeante des représentants de la coalition des petits actionnaires et en particulier, honte suprême, accepter la mise en place d'un président qu'ils proposeront.

Cependant, le camp de la nouvelle majorité est lui aussi loin d'être homogène. En fait, la seule force organisée qui le contrôle réellement est ... Nicolas Miguet, bien que ses ennuis judiciaires l'empêchent de participer au jeu directement, va être le seul en mesure de proposer une alternative à la direction sortante virée et de contribuer par ses votes en entraînant d'autres de confiance à faire élire des hommes à lui : Il contrôle en effet à lui tout seul 17% des mandats sur l'ensemble des pouvoirs qui lui ont été confiés.

Jacques Maillot est donc élu président avec l'appui de Nicolas Miguet et s'engage à renégocier la dette dans des conditions plus favorables aux actionnaires qu'aux banques, contrairement à ce qui fut fait en 1997-1998, en sauvegardant les intérêts des petits actionnaires.

Jean-Louis Raymond sera désigné Directeur général et Hervé Huas Directeur général adjoint. Eux ne prennent aucun engagement : Ils sont la direction exécutive.

Jean Louis Raymond et Hervé Huas sont présentés par Nicolas Martin du Nord , le PDG et alter ego de Nicolas Miguet et Associés<sup>18</sup>. On prêtera à Martin du Nord des amitiés bancaires particulièrement avec le Crédit Lyonnais dont Catherine de Bellescize, une de ses grandes amie, serait membre de la Direction centrale de la gestion financière<sup>19</sup>.

L'ADACTE aurait souhaité que Jacques Maillot récupère une partie de l'autorité qu'avaient les PDG avant MacKay, mais ce n'est pas le cas. Jacques Maillot, caution morale, ne s'implique pas vraiment dans la gestion du groupe, un aspect technique qui est laissé à sa direction exécutive.

Il est de fait que, contrairement à ce qui avait été annoncé, la guerre contre les « banksters » n'aura pas lieu et que le plan concocté par Raymond et Huas, avec l'aide des banques et la bénédiction de Nicolas Huet dans son journal « bourse + » ressemblera beaucoup au précédent avec les mêmes effets.

---

<sup>17</sup> Nouvelles régulations économiques

<sup>18</sup> La société de presse de Nicolas Miguet

<sup>19</sup> Dixit le site de boursiflex

[http://www.boursiflex.com/VIE%20DES%20AFFAIRES/7\\_avril\\_2004\\_assemblees\\_generales\\_eurotunnel.htm](http://www.boursiflex.com/VIE%20DES%20AFFAIRES/7_avril_2004_assemblees_generales_eurotunnel.htm)

#### 5.4.6 Un comité Ad hoc

Une autre entité aura une certaine influence sur le destin de la dette de Eurotunnel : Un peu avant la fameuse AG du 7 avril 2004, un comité Ad Hoc d'actionnaires a été créé par la direction Shirrefs pas encore débarquée, et chargé d'envisager les moyens de restructurer la dette. Constitué des principaux créanciers, ce comité a évidemment son mot à dire dans les projets de la direction quelle qu'elle soit.

On y trouve notamment *The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited* (HSBC), MBIA qui est un *groupement d'assureurs spécialisés dans les financements structurés* et la *Banque Européenne d'Investissements* (BEI)... entre autres dont en particulier Vinci qui se serait bien vu au conseil d'administration. Ce panel de gros poissons a choisi comme banque conseil la banque Rothschild.

Ce comité n'appréciera guère le plan « Galaxie » de redressement prévu par la direction bientôt sortante, pas plus d'ailleurs que le plan esquissé par Raymond et Huas qui était de la même veine : Plus question, comme l'avait proposé Jacques Maillot de « sauter sur son scooter pour aller faire le siège de bercy », ni de renégocier le traité de Canterbury. Il avait été question d'augmenter le chiffre d'affaire en remettant à plat la politique tarifaire, de réduire les coûts, d'améliorer la marge opérationnelle et de réduire la dette à un niveau acceptable par la négociation avec les créanciers, toutes mesures qui vues dans le détail paraissaient bien en deçà des exigences imposées par la situation.

Finalement, nous verrons que c'est ce comité ad hoc qui imposera sa solution, *au prochain changement de direction*, une expression à prendre dans ses deux acceptions sémantiques.

*On a peu parlé des « hedge funds », ces placements à haut risque qui ont tué tant d'entreprises : Ils sont cependant présents dans le capital, dans des proportions difficile à définir, depuis qu'on a commencé à restructurer la dette, ouvrant la porte à toutes les spéculations. Il est peu douteux par exemple qu'ils ont eu une influence dans le débarquement de l'équipe Shirrefs, dans le souci d'augmenter encore l'instabilité de ce qui était devenu un champ de spéculation prometteur. Ils ne sont pas pour autant invités aux tables de débat stratégique.*

## 6 La dernière bataille

*En décembre 2004, Jacques Maillot jette l'éponge et renonce à son mandat de « Président non exécutif » tout en restant administrateur.*

*Il sera remplacé par Jacques Gounon, 52 ans, lequel aura défait Jean-Louis Raymond qui se présentait contre lui et qui restera Directeur Général jusqu'en juin 2005 ou il démissionnera à son tour. Il partira en claquant la porte, à une semaine de l'assemblée générale annuelle qui se tiendra le 17 juin.*

C'est une nouvelle étape du développement de la saga de l'Eurotunnel dont on nous dit qu'il pourrait bientôt renouer avec les bénéfices à la plus grande satisfaction de ses actionnaires ... mais ces derniers en ont déjà tant vu qu'il en faudra sans doute plus pour les convaincre.

### 6.1 Un nouveau plan de redressement de la dette

Nous sommes maintenant en 2006, et la situation ne s'est pas améliorée. Par contre, la plupart des dispositions prises en 1998 pour camoufler la dette viennent à échéance et bien entendu Eurotunnel n'est pas en mesure d'assumer toutes ses obligations. La dette bancaire est de nouveau autour de 9 milliards et si le groupe n'est pas en mesure de faire face aux remboursements à échéance, il n'y aura d'autre issues que la faillite, ou encore la mise en

œuvre d'une procédure de substitution dont nous avons parlé au début et que personne ne souhaite réellement.

Il faut donc négocier un deuxième plan de restructuration de la dette, et d'abord négocier un « waiver », autrement dit une dérogation au plan de remboursement de la dette face à des échéances devenues inapplicables.

Ce « plan de la dernière chance » sera signé par Goldman Sachs et Macquarie, investisseurs patentés et par la banque Barclays. Il est bien entendu soutenu par le comité ad hoc et par le Président Gounon.

Il inclut la création d'une entité « Group Eurotunnel » de droit international et cotée en bourse à Londres qui chapote dans le cadre de la réglementation européenne (qui désormais le permet) les deux sociétés jumelles Eurotunnel P.L.C. et Eurotunnel S.A dans toutes leurs activités transmanche.

Il prétend rien de moins que de :

- Ramener l'endettement à un niveau compatible avec les performances de l'exploitation
- Désengager le groupe vis-à-vis de la plupart des anciens créanciers
- Rétablir un financement soutenu par des investisseurs ayant une politique à long terme
- Offrir aux actionnaires de réelles perspectives.

L'accord de restructuration a été validé le 28 juin 2007 sous le contrôle des Commissaires à l'exécution du Plan de Sauvegarde et les diverses entités titrisées (actions, de GE SA, ORA) seront cotés en bourse sur le London stock exchange à partir du 2 juillet 2007.

## **6.2 Application pratique**

Le cahier des charges ci-dessus supporte une autre lecture :

- Continuer à utiliser les artifices précédemment mis au point pour continuer à transférer le poids de la dette sur le marché boursier
- Utiliser l'évolution vers la standardisation mondiale des IAS<sup>20</sup> pour faire cesser l'anomalie d'un Eurotunnel en deux entités nationales et l'adapter au fonctionnement sur le marché international.
- Elargir le cercle des gros actionnaires, après assainissement de la situation, pour une intégration dans le marché mondial
- Améliorer la stabilité du pack directeur

Ces objectifs ne sont pas tous rédhibitoires avec les demandes des petits actionnaires, L'ADACTE était par exemple demanderesse de la création d'un « noyau dur » d'actionnaires responsables de la gestion. Par contre, ce plan annonce obligatoirement une dilution extrême et une perte de pouvoir quasi complète des petits actionnaires.

Comme le précédent, ce plan repose sur la titrisation de la dette avec les méthodes déjà employées en 1998, s'accompagnant de l'arrivée déjà annoncées d'investisseurs extérieurs notamment américains.

---

<sup>20</sup> International Accounting Standards

Ce qui est nouveau, c'est la décision de créer Eurotunnel Group au dessus de Eurotunnel P.L.C. et Eurotunnel S.A. et de proposer aux actionnaires actuels français et anglais d'échanger leurs actions contre des actions de la nouvelle entité. Cette opération, couplée avec la mise en application du plan de résorption de la dette par inclusion dans le capital va hâter la dilution. Quand aux actionnaires qui ne souhaiteraient pas transférer leurs actions et donc resteraient actionnaires des entreprises originelles devenues filiales, ils perdraient évidemment tout pouvoir sur les décisions en supposant qu'ils en aient eu un peu.

Les obligations remboursables en actions, dont l'échéance commencera à tomber dans les 3 ans seront la source la plus importante, et la plus dangereuse de dilution pour les petits porteurs « historiques ».

### **6.3 Bilan provisoire**

L'OPE est terminée depuis le 21 mai 2007. Elle aurait été couverte à 87% ce qui est considéré comme une réussite<sup>21</sup>. Cette réussite a provoqué une remontée de la valeur de l'action contre laquelle l'AMF<sup>22</sup> recommande de se méfier car elle est liée plus à l'effet d'annonce qu'au fond de la réalisation du plan<sup>23</sup> et cette remontée pourrait n'être que transitoire. Mercredi, le titre Eurotunnel clôturait en hausse de 90 % à 1,35 €. Il a été multiplié par 3,6 depuis sa reprise de cotation, retrouvant son niveau de la mi-2001, mais encore très loin du prix de souscription à l'introduction d'Eurotunnel en bourse en 1987 de 5,34 € ou de la valeur boursière de 7,4 € en 1990 au moment de la 2<sup>ème</sup> augmentation de capital. Il est assez peu probable que l'on retrouve ce niveau de sitôt, à moins que d'autres manœuvres financières ne soient en préparation....

La dette, d'après les chiffres de l'AMF va être réduite de 54% à 4,16 milliards d'euros, contre plus de 9 milliards, comme l'ont accepté les créanciers, en échange d'une participation renforcée dans la nouvelle entité qui détient les actifs du groupe établie par la transformation d'une partie de la dette en actions.

Eurotunnel annonce que pour la première fois en 2008 les actionnaires vont pouvoir toucher un dividende. Ils feraient bien d'en profiter car d'ici 3 ans ils devront partager les bénéfices avec de nouveaux actionnaires, ceux payant leur droit d'entrée avec leur créance, mais aussi d'autres prédateurs qui, déjà ont traversé l'atlantique pour venir jouer les bons samaritains.

## **7 Synthèse et conclusion**

### **7.1 Résumons-nous :**

- Le tunnel sous la manche est un vieux rêve enfin réalisé
- Les deux états concernés y ont consenti à condition que cela ne leur coûte pas un sou :
- Les entreprises soumissionnaires devaient donc trouver elles-mêmes leurs sources de financement.

---

<sup>21</sup> Les actions des anciennes sociétés (actions TNU) dont les propriétaires n'ont pas accepté l'OPE ne sont plus cotées en continu depuis le 28 janvier 2008. Elles sont cotées « au fixing » et leur évolution est plutôt en baisse par rapport à l'action GET. On peut toujours vendre de l'action TNU pour acheter du GET, mais désormais sans les avantages qui étaient offerts par l'OPE en tenant compte des valeurs respectives des 2 actions désormais indépendantes.

<sup>22</sup> L'autorité des marchés financiers

<sup>23</sup> Dont le résultat ne sera vraiment consolidé que dans 3 ans au mieux.



- Les prêteurs, qui sont dans un premier temps les propres financiers du groupe Eurotunnel n'ignorent pas que le montant de la dette sera incompatible avec les possibilités de remboursement dans la durée de la concession.
- La première astuce consistera à faire financer l'essentiel des fonds propres par appel à l'épargne publique et aux petits porteurs, grâce à une campagne de communication ciblée avec la complicité des états.
- La seconde consistera à laisser filer sans véritable contrôle une dette phénoménale qui aura le double effet de générer pour les banquiers prêteurs des commissions et des intérêts pharamineux, et de déprécier le stock de fonds propres, faisant chuter le prix de l'action de 5,34 € à la mise en bourse à 0,33 € au plus fort de la crise
- Il suffira alors de titriser la dette (1<sup>ère</sup> restructuration 1998) en obligations et ORA négociables, en accompagnant l'opération de la campagne de communication adaptée, et de mettre ces valeurs sur le marché dans un contexte de remontée du prix de l'action, orchestré<sup>24</sup>, pour que :
  - o une partie de la dette disparaisse des comptes, au moins jusqu'à l'échéance des titres émis, aux environs de 2005
  - o Grâce aux variations de la capitalisation boursière, les banques « historiques » ont récupéré et au-delà les fonds qu'ils avaient apportés grâce aux plus-values réalisées en remettant les titres acquis dans un marché en hausse.
- A l'échéance de cette dette « masquée » (et non supprimée) et alors que la dette financière se sera encore accrue avec le développement de l'exploitation, il faudra développer une troisième astuce pour éviter le dépôt de bilan et relancer le jeu capitaliste :
  - o Transformer la société dans le droit international
  - o A nouveau titriser une partie de la dette, laissant un reliquat compatible avec les capacités de remboursement
  - o Mettre dans le circuit d'autres partenaires à long terme et de dimension internationale comme Macquarie ou Goldman Sachs pour l'instant en tant que créanciers juniors, plus tard futurs acteurs du CA à l'échéance de leurs ORA.
- Et la suite ? Dans 3 ans, 5 ans, progressivement, Groupe Eurotunnel devra faire face à de nouvelles contraintes : Rembourser les obligations (1/3 de la dette « transférée), honorer les ORA en créant du capital, et en acceptant de nouveaux actionnaires à la table. On assistera sans doute à de nouvelles luttes pour le pouvoir.

## **7.2 Et les petits actionnaires ?**

Il n'est pas besoin d'une grosse boule de cristal pour deviner que, malgré le discours du Président Gounon de Juin 2007, ils occuperont assez peu de place dans l'avenir de la société, à l'horizon 2011 et jusqu'à la fin de la concession en 2086 :

*Les grands travaux de percement et d'équipement du réseau appartiennent au passé. Les petits actionnaires ont largement payé leur dû pour le financement. La partie de l'actif de la société qui leur appartenait a été largement dévalué par le jeu des plus gros qui ont mené l'opération et leur capacité d'influence, qui était encore grande en 1998 sera bien plus réduite en 2011 et au-delà, quand de beaucoup plus gros encore vont entrer dans le jeu, élargissant encore le tour de table du capital.*

Tout comme pour le canal de panama, une autre belle réalisation d'une œuvre publique réalisée avec l'argent des petits porteurs en lieu et place de celui des contribuables, les investisseurs auront bâti leur bénéfice sur de l'argent qui ne leur appartenait pas, sans avoir supporté la tutelle financière d'un client d'état.

<sup>24</sup> Les petits actionnaires de l' ADACTE ont déposé plusieurs plaintes en délit d'initié et abus de biens sociaux à l'encontre de plusieurs membres du CA

Comme le principe de Lavoisier s'applique à toutes les choses matérielles (rien ne se perd, rien ne se crée), il fallait bien que quelqu'un paie : ce furent les plus petits des boursicoteurs, montrant une fois de plus que la loi du marché, c'est la loi du plus fort.

## 8 Postface

Quelques jours après le bouclage de ce texte, soit le 8 avril 2008, la presse économique a annoncé la conclusion d'une nouvelle augmentation de capital du Groupe Eurotunnel (GET) par émission de 800 000 TSRA à 1000 € (à valeur nominale estimée) pour 103,8 actions dont 650 000 auraient été acquises par GOLDMAN SATCH, permettant le remboursement des ORA remboursables cet été, re-concentrant le capital pour éviter une trop grande dilution<sup>25</sup>. Les TSRA sont négociables sur le marché mais une prime (en actions) sera offerte à ceux qui les garderont jusqu'à l'échéance et deviendront alors actionnaires de plein droit.

Les TSRA (titres subordonnés remboursables en action) à échéance de 18 mois pourraient permettre à l'investisseur étasunien de détenir à terme 20% des actions du groupe. Cette opération ferait alors entrer Goldman Satch dès 2010 au CA du groupe dans le cercle des décideurs.

Une autre augmentation de capital, pour un montant de 900 millions d'Euros est prévue « si le marché le permet »<sup>26</sup>, pour permettre de solder les ORA restantes.

Pour la première fois de son histoire, Eurotunnel devenu Groupe Eurotunnel affiche un résultat positif de 1 million d'Euros. L'action, en baisse de 7% depuis le début de l'année est remontée de 4% à 11,64 € dans les minutes suivant l'annonce.

La concentration du capital et la venue des gros investisseurs internationaux sur cette affaire sont bien à l'ordre du jour. On peut penser que la prochaine augmentation de capital permettra de compléter le tour de table à terme et de satisfaire le vœu exprimé par Jacques Gounon le 17 juin 2007 de réunir un actionnariat « stable », c'est-à-dire pérenne et concentré, ce qui n'exclue pas encore quelques acrobaties financières dont ce tunnel n'aura pas manqué.

*Bibliographie* : A recommander l'excellent livre - enquête de Marc Fressoz : Le scandale Eurotunnel, paru en novembre 2006 chez Flammarion, malgré un parti pris (d'ailleurs assumé dans ses remerciements) plutôt favorable aux petits actionnaires. Les faits sont authentiques et la lecture passionnante.

---

<sup>25</sup> Notons que le terme de dilution peut avoir deux sens différents : Pour les petits porteurs, il va y avoir dilution à chaque augmentation de capital dont profiteront les gros investisseurs car ils seront de plus en plus minoritaires dans l'ensemble. Pour le Président en exercice, éviter la dilution ce n'est que garder le capital concentré entre un nombre limité de mains solides, autrement dit « un actionnariat stable ».

<sup>26</sup> Intention exprimée par le Président Jacques GOUNON dans sa déclaration du 8 avril dernier.