



Nicolas DUPAS
Caisse des Dépôts
et Consignations



Frédéric MARTY
Chargé de recherche CNRS
UMR 7321 – GREDEG / Université
de Nice Sophia-Antipolis



Arnaud VOISIN
Conseiller
Direction des relations institutionnelles et
de la coopération européenne et internationale
Caisse des Dépôts et Consignations

Investisseurs en capital patient et financement de long terme des infrastructures publiques

La difficulté d'accès aux financements bancaires depuis la crise de 2008 et les tensions sur les capacités d'engagements budgétaires publics mettent en cause le financement des investissements dans les infrastructures publiques. Le financement de ces infrastructures, qui occupent une place centrale dans le Plan Juncker, passe par la mobilisation de ressources provenant d'investisseurs en capital patient (fonds d'assurance, fonds de pension,...). Celle-ci suppose cependant des mesures de soutien public telles des obligations de projet ou des fonds de dettes.

Dans le cadre de la stratégie Europe 2020 et du paquet de mesures dans le domaine de l'énergie et du climat de 2030, le développement des infrastructures en Europe s'avère une priorité tant pour achever la construction du marché intérieur que pour jeter les bases d'une croissance durable. Les secteurs concernés, à savoir les infrastructures de transports, d'énergie et de télécommunications ainsi que l'amélioration de l'efficacité énergétique supposent que des investissements massifs soient réalisés. Par exemple, les besoins d'investissements dans les infrastructures de transport, d'énergie et de télécommunications sont estimés à 1 000 milliards d'euros d'ici 2020 selon le Règlement établissant le méca-

nisme pour l'interconnexion en Europe. Cette priorité est au cœur du Plan Juncker, qui vise à susciter, avec une mise de fonds de l'Union européenne et de la BEI de 21 Md€, un investissement total de 315 M€, pour la majeure partie à destination des infrastructures.

Ces investissements se heurtent à une double contrainte. D'une part, les capacités budgétaires de nombreux États européens sont entravées par le niveau excessif de leurs dettes et par la dégradation de leur note de crédit. D'autre part, les financements privés sont essentiellement d'origine bancaire en Europe. Deux tiers du financement de projet vient des banques commerciales contre un tiers seulement aux États-Unis. Cette

caractéristique, liée à la faiblesse du marché obligataire, s'est traduite par des difficultés récurrentes en matière d'accès aux financements, tant en matière de volumes que de maturités. Le financement des infrastructures se caractérise donc par de fortes incertitudes depuis la crise de 2008.

Cette fragilité structurelle¹ plaide pour la diversification des sources de financement. Mais le recours au financement obligataire se heurte à un certain nombre d'écueils, tenant à la faible profondeur des marchés financiers (lié à une insuffisante orientation de l'épargne vers le financement long de l'économie réelle), au coût de transaction des financements obligataires (particulièrement pénalisant pour les projets de faible surface financière) et à la disparition depuis 2008 des assureurs monobranches (monoline) qui « rehaussaient » la note de crédit des émissions obligataires et rendaient ainsi de nombreux projets éligibles pour des investisseurs. Une émission obligataire est précédée d'une notation, reflétant le risque de défaut sur le service de la dette. Celui-ci dépend des risques intrinsèques du projet ou de la qualité de crédit du contractant. Certains projets n'obtiennent pas la note minimale attendue par les investisseurs de long terme, tels les fonds de pension. Le rôle des assureurs monobranches était d'apporter leur garantie à ces émissions. Ils s'engageaient à se substituer à l'émetteur des titres obligataires en cas de défaillance de celui-ci. Le risque de l'émission pour le financeur extérieur ne portait plus sur le projet mais sur l'assureur, dont la surface financière lui donnait une notation la plus favorable. Ces acteurs ont été frappés par la crise de 2007-2008, leurs garanties illimitées ayant également porté sur des produits dérivés vendus aux collectivités locales américaines laquelle conduisit à de nombreux appels de garanties qui se traduisirent par la dégradation de la note de crédit des assureurs monobranches et donc par la disparition de cet instrument de marché.

Il apparaît donc nécessaire de diversifier les instruments de financement des infrastructures publiques et notamment de pouvoir rendre possible l'implication d'investisseurs en capital patient², tels des fonds d'assurance, des fonds de pension, des fonds d'investissements ou des fonds souverains. L'objectif, affiché par le Livre Vert relatif au financement de l'économie européenne réside dans une telle canalisation des fonds disponibles vers l'investissement de long terme³. Pour la Commission, le financement à long terme de l'économie revêt trois caractéristiques : il finance des activités productives ; il est patient – sa perspective de rentabilité est une perspective de long terme ; il est engagé ; en ce

que les investisseurs ne considèrent pas seulement la rentabilité financière mais également des perspectives de plus long terme comme l'environnement, les enjeux sociaux ou la gouvernance⁴.

Les fonds visés sont notamment les fonds de retraite, lesquels gèrent au niveau de l'Union quelque 2 500 milliards d'euros d'actifs⁵. L'enjeu est donc à la fois de rendre ces investissements éligibles pour ces fonds et de jouer sur l'effet de levier des investissements privés.

Les conclusions du Conseil européen des 26 et 27 juin 2014 recommandent d'ailleurs de répondre à ce défi financier « en utilisant pleinement les fonds structurels de l'UE ; en mobilisant les financements tant privés que publics dans des proportions adéquates ; en utilisant et en développant les instruments financiers, tels que ceux de la Banque européenne d'investissement, en particulier pour les projets à long terme ; en mettant en place un cadre réglementaire adéquat pour les investissements à long terme⁶ ». Constatant la raréfaction durable des prêts bancaires à long terme créée par le désendettement des banques, l'Union européenne cherche à diversifier les canaux de financement. Cette diversification passe par le développement du marché des capitaux et par la mise en place d'instruments financiers lui permettant de jouer un rôle actif et efficace dans l'investissement à long terme.

Notre contribution vise à éclairer les modalités par lesquelles il peut être possible d'impliquer ces investisseurs en capital patient dans le financement des infrastructures publiques eu égard aux capacités des États, à la situation du marché et aux profils des projets d'investissements ? En effet, non seulement le financement public des infrastructures est particulièrement difficile dans un contexte budgétaire tendu mais les modèles de financement privé traditionnels sous la forme de partenariats public-privé sont également entravés à la fois par un contexte général peu favorable mais aussi par les difficultés rencontrées par les banques commerciales pour réunir les liquidités nécessaires à leur financement⁷. Il s'agit donc de répondre aux difficultés d'éligibilité des projets d'infrastructures publiques en tenant compte des différentes entraves qui peuvent tenir à l'absence de mécanisme de rehaussement de la note de crédit – les empêchant d'être éligibles par certains fonds en regard de leurs règles d'investissement ou encore à une surface financière insuffisante pour que les coûts de transaction liés à l'arrangement de l'émission de titres puisse être amortie. Aussi, nous présenterons ci-après d'une part les montages d'obligations de projet (1) et, d'autre part, les fonds de dettes (2).

1 Voir par exemple Zachmann G., (2012), "Private Long Term Investment in Uncertain Times", *Bruegel Policy Contribution*, Issue 12/23, December.

2 OCDE, (2013), *Une meilleure réglementation des partenariats public-privé d'infrastructures de transport*, Paris.

3 OCDE, (2014), *Institutional Investors and Long Term Investment – Project Report*, May, 32p.

4 Commission européenne, (2013), *Livre vert relatif au financement de long terme de l'économie européenne*, IP/13/274, mars.

5 Commission européenne, (2014), « Communication sur le financement de long terme de l'économie européenne », COM(2014) 168 final, 27 mars.

6 Commission européenne, (2014), « Feuille de route de la Commission pour répondre aux besoins de financement à long terme de l'économie européenne », Communiqué de presse ; IP/14/320, 27 mars.

7 Conseil Européen, (2014), « Conclusions », EUCO79/14, Bruxelles, 27 juin.

8 Dupas N., Marty F. et Voisin A., (2012), « D'une crise à l'autre : quels enseignements de la crise de 2008 pour les partenariats public-privé ? », *Gestion & Finances Publiques*, n° 1, janvier, pp. 51-59.

1 Les Obligations de projet comme première expérience de facilitation des investissements en capital patient

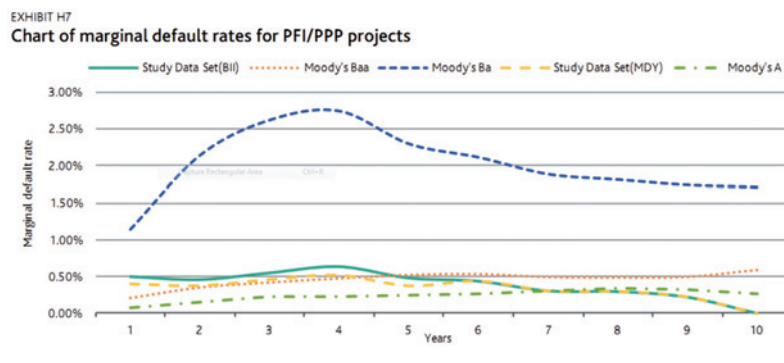
Le financement bancaire traditionnel des infrastructures est entravé par l'instabilité de l'accès à la liquidité et de façon structurelle par le relèvement des exigences en termes de fonds propres (règlement CRR et directive CRD IV). Si la Commission ambitionne d'ajuster les ratios de liquidité pour accroître la résilience du secteur bancaire aux chocs de liquidités et d'éviter les restrictions excessives de transformation de maturité qui pourraient décourager le financement à long terme, le phénomène de désendettement entamé au lendemain de la crise (le phénomène de levier inversé) est de nature à rendre plus difficile un financement bancaire stable des investissements publics⁸.

Rendre éligibles les projets d'infrastructures publiques aux investisseurs en capital patient n'est pas chose aisée quand bien même les infrastructures s'avèrent une classe d'actifs intéressante pour ces derniers.

L'agence de notation Moody's a analysé plus de 4 000 contrats réalisés par l'intermédiaire de financement sur projet entre 1983 et 2011⁹. Il en ressort que les montages de PPP se distinguent par un profil de risque particulièrement attractif pour les investisseurs de long terme.

À partir d'un échantillon de 4 067 projets représentant 53,6% des opérations réalisées en financement sur projet entre 1983 et 2011, Moody's a réalisé une analyse des défauts en fonction des critères de Bâle II. En règle générale, ces montages apparaissent comme des « actifs » attractifs pour les investisseurs. Une fois la phase initiale (construction/premières années d'exploitation) réalisée, le risque de défaut décroît significativement et s'établit au niveau d'une dette notée A. En d'autres termes, les mécanismes contractuels mis en place tant *ex ante* qu'*ex post*, qu'il s'agisse de l'évaluation et de la répartition des risques, des mécanismes incitatifs ou des procédures de supervision par les parties prenantes, contribuent à limiter les risques de ces montages malgré le fort effet de levier financier et le seul support sur les flux de ressources dégagés par l'exploitation pour satisfaire au service de la dette. Ces résultats sont particulièrement significatifs pour les contrats portant sur le secteur des infrastructures, lesquels se caractérisent souvent par une demande faiblement élastique, par une situation de monopole naturel et par des revenus prévisibles sur la durée d'exploitation et *a priori* résilients.

Taux de défauts sur les PPP d'infrastructure (source Moody's)



Au sein de cet échantillon, les projets de PPP (954 contrats) se caractérisent par un profil plus attractif que la moyenne de l'échantillon et notamment sur les projets portant sur les infrastructures. Le taux de défaut cumulé à dix ans s'établit à 3,9% contre 5,2% pour le sous-ensemble relatif aux infrastructures et 9,3% pour l'ensemble de l'échantillon. L'essentiel du risque de défaut se présente lors des premières années du contrat (risque de construction). À l'issue de cette phase, le profil de la courbe de taux de défaut marginal présente un profil encore plus favorable que les prêts notés A, témoignant ainsi de l'intérêt de ces contrats pour les investisseurs une fois les risques de construction levés.

Il convient en effet de considérer que les montages de financement sur projet des PPP portant sur des infrastructures publiques peuvent présenter de réels intérêts pour des investisseurs de long terme. Premièrement, la dette est portée par une société projet isolée des risques en les reportant sur des sociétés en aval au travers d'un mécanisme d'adossement contractuel. Deuxièmement, la contrepartie qui assure le flux de paiement en faveur de la société projet est une personne publique ; le risque de défaut est donc théoriquement réduit. Troisièmement, les PPP portant sur des infrastructures mettent en jeu une demande inélastique et assurent donc des ressources dé-corrélées des cycles économiques et boursiers.

C'est pourquoi, à l'épreuve des faits et sans rehaussement de crédits, ces projets présentent des gages de sécurité pour les investisseurs. Aussi, l'impasse du financement des infrastructures publiques pourrait être partiellement levée

⁸ L'influence des normes comptables de l'IASB, notamment la norme IFRS 9 relative aux instruments financiers est à prendre en considération parmi les origines des difficultés du financement bancaire des infrastructures.

⁹ Moody's, (2013), *Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans 1983-2011*, Moody's Investor Service, Special Comment, report n° 149603, February, 65p.

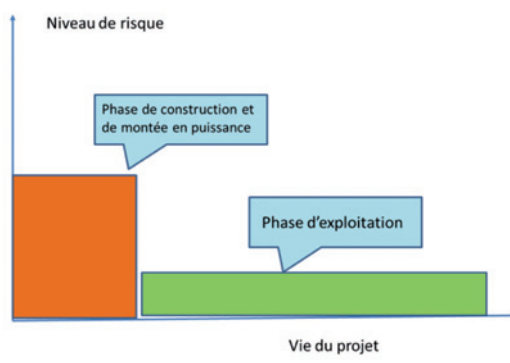
au travers de l'intervention de fonds d'investissement en infrastructures (fonds de pension, assurance-vie, fonds souverains). À titre d'exemple, certains contrats ont pu être financés par l'intermédiaire de financements obligataires, telle la rocade L2 à Marseille ou les logements étudiants de l'Université de l'Hertfordshire. Ces derniers ont fait l'objet d'un financement obligataire non rehaussé lié à un indice.

Cependant, le financement des infrastructures publiques par l'intermédiaire de fonds d'assurance ou de fonds de pension ne va pas de soi. Toutes choses étant égales par ailleurs, il n'intervient que difficilement dès la signature du contrat. Avant la crise de 2008, ces investisseurs intervenaient lors des opérations de refinancement de la dette ou de cessions de fonds propres, ce n'était qu'une fois les risques de construction et de montée en puissance (*ramp-up*) levés. Le profil de ces investissements (garantie publique implicite, risques maîtrisés et rendement appréciable) faisait sens au vu de leurs obligations. Cependant, il était rare de voir de tels acteurs investir dès l'origine dans des projets d'infrastructure. Non seulement prendre en charge les risques initiaux ne fait pas sens au vu de leur modèle économique mais ces fonds ne possèdent pas de plus les capacités idoines pour mettre en œuvre les procédures de *due diligence* dans le domaine. Il convient en effet de mettre en exergue le fait que le profil de risques (et donc de rémunérations) propre aux PPP dans le domaine des infrastructures s'avère non linéaire. Une première phase peut être attractive pour les investisseurs souhaitant dégager un rendement à court ou moyen terme ; la seconde fait plus sens dans une logique de couverture pour des opérateurs souhaitant couvrir leurs engagements de paiements vis-à-vis des épargnants. Les investisseurs susceptibles de prendre en charge les risques de construction et de mise en service peuvent cibler des rendements élevés (taux de rendement interne sur les capitaux investis de près d'au moins 15%) au travers de la cession des parts de fonds propres sur le marché secondaire. Les fonds de pension, à l'instar des fonds canadiens depuis la moitié de la première décennie de ce siècle, sont traditionnellement susceptibles d'investir dans la seconde période au travers des opérations de refinancement ou du rachat de ces parts de fonds propres sur le marché secondaire¹⁰.

Il est d'ailleurs à noter que la discontinuité dans le profil de risque d'un investissement en PPP explique en elle-même la nécessité de faire évoluer la structure financière en cours de contrat (voir figure *infra*). Il est en effet préférable de

combiner un financement bancaire de court-moyen terme pour les phases les plus risquées de construction et de montée en puissance avec un financement long, de nature obligataire, pour la seconde partie de la vie du contrat, plus longue et bien moins risquée¹¹. Le défi est aujourd'hui de réduire le poids du financement bancaire dès la première phase.

Les infrastructures - un profil de risque différencié



Rendre éligibles dès la première phase les montages de PPP d'infrastructure à des financements obligataires suppose que la note de crédit de la dette puisse correspondre aux seuils *minima* exigés par les fonds. En effet, les montages éligibles à des financements obligataires doivent communément atteindre une note de A- (au sens de S&P's). Cependant, les projets de PPP sont structurés de façon à atteindre des notes de type BB+ ou BBB¹². Sachant que les rehausseurs de crédit de type assureurs monobranche ont disparu avec la crise financière de 2008, la Commission européenne et la BEI ont lancé conjointement les obligations de projet (*project bonds*) destinées à financer les projets transfrontaliers (Trans-European Networks) dans les domaines des infrastructures de transport (TEN-T) et d'énergie (TEN-E), ainsi que les réseaux numériques¹³.

Leur principe est d'aider les porteurs de projets à mobiliser des financements privés supplémentaires auprès des investisseurs institutionnels (assureurs et fonds de pension), en sécurisant le rendement de ces titres par un rehaussement de crédit – une tranche de crédit jouant le rôle d'amortisseur en cas de baisse des revenus du projet. Il s'agit de supports obligataires bénéficiant d'un rehaussement de note de crédit par la BEI. En l'espèce, la garantie prend la forme d'une dette subordonnée plafonnée à 20% de la dette projet (dette senior) ou d'une ligne de crédit qui devient à l'issue de son tirage une dette subordonnée.

La mise en œuvre de ces obligations de projet a cependant donné des résultats en deçà des

10 Dans le domaine des délégations de service public, la cession de 49% des parts du Viaduc de Millau par Eiffage à la CDC en 2007 illustre une telle logique.

11 Gatti S., (2012), *Project Finance-Theory and Practice*, 2nd ed., Elsevier – Academic Press.

12 Quinet A., (2012), « Le financement des infrastructures », *Revue d'Economie Financière*, 4-2012, pp.201-219.

13 EPEC, (2011), *State Guarantees in PPPs : A Guide to Better Evaluation, Design, Implementation, and Management*, European Investment Bank, May, 36p.

espérances. En effet, afin d'expérimenter ce nouvel instrument, le Conseil d'administration de la BEI a approuvé le financement de neuf projets, dont trois ont atteint le stade du bouclage financier : le raccordement du champ d'éoliennes *Greater Gabbard* au Royaume-Uni, l'aménagement de l'autoroute A11 en Belgique et le projet *Castor* de stockage de gaz en Espagne. Ce dernier projet a été arrêté, les travaux préparatoires à l'infrastructure ayant entraîné des mouvements sismiques.

De ce bilan mitigé, nous tirons deux enseignements.

Tout d'abord, les coûts de structuration d'un financement par obligations de projet limitent les projets éligibles à ceux dont le montant d'investissement est le plus élevé. Or, ce sont précisément les projets que la situation budgétaire des États conduit à abandonner ou au mieux à différer. Qui plus est les investissements publics, notamment ceux portés par les collectivités territoriales, se concentrent de plus en plus sur des projets d'une moindre surface financière, les rendant moins aisément éligibles à des financements obligataires.

Ensuite, l'approche projet par projet conduit à une très forte sélectivité, qui réduit drastiquement le nombre de projets finançables. Paradoxalement, elle aboutit à sélectionner les projets qui

auraient en théorie le moins besoin d'un financement par obligations de projet. Ainsi, il n'est pas acquis que ces mécanismes aient réellement contribué à corriger des défaillances de marché, ce qui était pourtant l'objectif initial qui était de jouer sur un effet de levier des financements publics. Qui plus est, un risque d'éviction ne saurait être exclu.

Malgré ces difficultés, la Commission considère, dans sa communication de mars 2014, que l'expérience des obligations de projet mises en place avec la BEI pour les projets RTE-T, RTE-E et de télécommunications et de réseaux à large bande peuvent faire l'objet d'améliorations, compte tenu de ces retours d'expériences et être étendues à d'autres domaines tels le transport durable, les sources d'énergie renouvelables ou encore les réseaux intelligents (*smart grids*).

Il faut par ailleurs noter qu'une première opération financée sur obligations de projet a été bouclée en France, sur un projet mature dans le domaine du très haut débit. La société Axione Infrastructures a signé le 23 juillet 2014 l'émission de 189 millions d'euros de titres garantis par la Banque Européenne d'Investissement. Cette dernière apporte un rehaussement de crédit à hauteur de 20 %, contribuant à sécuriser les futurs souscripteurs des titres et abaissant significativement les coûts du crédit.

2 La solution des fonds de dettes

Il apparaît donc que si les obligations de projet (*project bonds*) demeurent adaptées aux projets de grande ampleur, il serait nécessaire de les compléter par un instrument ciblant les nombreux projets de taille moyenne existant sur le marché. Compte tenu du coût de structuration d'une émission obligataire, la constitution d'un portefeuille de projets, dont le refinancement donnera lieu à une émission unique de titres, pourrait constituer un tel instrument permettant de répondre à la défaillance des marchés.

Ce recours à la titrisation s'inscrirait dans la droite ligne des recommandations de l'Union européenne sur l'investissement de long terme, qui appelle dans sa communication du 27 mars 2014 à développer la titrisation d'« actifs de grande qualité¹⁴ ». Les infrastructures correspondent à ce critère, puisqu'elles fournissent des revenus stables sur une longue durée, avec un taux de dé-

faut de paiement beaucoup plus faible que les actifs financiers.

Le mécanisme de titrisation envisagé pourrait prendre la forme d'un fonds de dette, doté d'une équipe de gestion indépendante des actionnaires et disposant des compétences requises pour sélectionner les projets. La titrisation reposerait ainsi sur un sous-jacent présentant un profil de risque adapté.

Un tel mécanisme n'est pas sans faire écho aux actuelles pratiques britanniques mises en œuvre dans le cadre de la PF2, en d'autres termes de la nouvelle politique de PFI¹⁵. L'un de ses principaux objectifs tient en effet à la substitution de financements venant de fonds de pension ou de fonds d'investissements à la dette d'origine bancaire¹⁶. Un accord cadre a été signé avec les fonds de pension britanniques pour les inciter à investir dans les infrastructures. L'objectif de la *Pension*

14 Commission européenne, (2014), « Communication sur le financement à long terme de l'économie européenne », COM(2014) 168 final, 27 mars.

15 Marty F. et Spindler J., (2013), « Bilan et perspectives des contrats de PFI britanniques (1992-2012) », *Gestion & Finances Publiques*, n° 6, juin, pp.43-62.

16 Bensaïd J. et Marty F., (2013), *Pertinence et limites des partenariats public-privé : une analyse économique*, Prisme, n° 27, Centre Cournot, Paris, novembre, 77p.

- 17 Pour de premières évaluations se reporter à Helm D., (2013), « British infrastructure policy and the gradual return of the state », *Oxford Review of Economic Policy*, volume 29, number 2, pp.287-306 et à Rhodes C., (2014), « Infrastructure Policy », House of Commons, Standard Note SN/EP/6594, 9 December.
- 18 Bardens J. and Rhodes C., (2013), "Infrastructure policy, Economic Policy and Statistics", Note, n°SN/EP/6594, House of Commons, October.
- 19 Pour mémoire, le dispositif européen des obligations de projet prévoit jusqu'à 20% de rehaussement de crédit.
- 20 Commission Européenne, (2014), *Un plan d'investissement pour l'Europe*, Communication COM(2014)903 final, 26 novembre, 22p.

Investment Platform, lancée en juillet 2012, est de réorienter l'épargne vers les financements longs¹⁷. Alors qu'au Canada et en Australie les fonds de pensions investissent de 8 à 15% de leurs disponibilités dans des fonds d'infrastructure, ce taux n'est que de 1% au Royaume-Uni¹⁸. Il s'agit de lever les obstacles à de tels engagements, lesquels sont diagnostiqués comme dérivant de l'absence de capacités internes à mener une évaluation des risques. Il s'agit d'une structure indépendante qui vise à atteindre l'objectif d'un investissement de 20 milliards £ en 10 ans.

Un tel fonds pourrait être ouvert aux investisseurs publics de long terme. Ceux-ci prendraient la tranche de dette à risque, la tranche de dette sécurisée étant proposée aux investisseurs institutionnels. Cette sécurisation permettrait de générer un effet de levier conséquent : en partant d'une dette subordonnée représentant jusqu'à 20% du total des engagements¹⁹, l'effet de levier serait de 4 euros de financement externe par euro public investi.

Après avoir expertisé et sélectionné les projets (*processus de due diligence*), le fonds s'engagerait, au stade du bouclage financier des projets, à apporter le financement de long terme. Afin d'éviter l'aléa inhérent à l'appel au marché et de sécuriser davantage le montage, l'idéal serait de mettre les investisseurs institutionnels privés au tour de table du fonds de dette dès sa constitution. La *thèse d'investissement* devrait être préalablement négociée avec eux, afin de réunir dès l'origine toutes les conditions permettant le bouclage du fonds. Cette thèse définirait notamment les principes de diversification des risques inhérent à une opération de titrisation. Elle définirait des plafonds d'investissement par pays, par type de projet et par secteur. En effet, si cette dette à long terme est attractive pour les investisseurs en capital patient, du fait de son faible risque de défaut et des possibilités de diversification des portefeuilles, il convient de noter qu'il s'agit d'une classe d'actifs complexes nécessitant une équipe de spécialistes et dont les traitements comptable, fiscal et réglementaire supposent des véhicules appropriés.

La faisabilité de fonds de dettes commence à être démontrée sur le marché. En effet, de tels fonds ont vu le jour sur le marché français, portés par des investisseurs institutionnels. Les compagnies d'assurance, notamment, ont une réelle appétence pour la dette « infrastructures » et interviennent sous différentes formules : gestion en coopération avec des banques, via des fonds externes ou avec des équipes dédiées internes. Ce type d'intervention présente l'avantage d'un

rendement à long terme assorti d'un faible risque de défaut et d'un taux de recouvrement important (80%). Par ailleurs, cela permet également une diversification des risques et une réduction de la volatilité du portefeuille sous gestion. Il convient toutefois de noter qu'il s'agit d'une classe d'actifs complexes qui nécessite une équipe de spécialistes et dont les traitements comptable, fiscal et réglementaire supposent des véhicules appropriés (généralement structurés sous forme de fonds qui émettent des titres obligataires – essentiellement pour des raisons techniques et juridiques car ces investisseurs ne peuvent intervenir directement en prêts).

Les grandes compagnies d'assurances se sont positionnées (AXA, CNP Assurance, La Banque Postale AM, AVIVA, SCOR, Amundi, Allianz GI ou Crédit Agricole Assurances) pour un montant total de plus de 12 Md€, ce qui offre des perspectives pour le financement des grands projets. L'une des principales difficultés est que ces financements soient compétitifs sur le marché tout en préservant des marges compatibles avec le business model des compagnies d'assurance (ce qui, compte tenu des évolutions récentes du marché bancaire, pourrait évoluer).

Conclusion

Les obligations de projet et les fonds de dettes visent donc à répondre à deux défaillances de marché dans le financement des grands projets d'infrastructures, à savoir la disparition des rehausseurs de crédit et les difficultés que peuvent rencontrer des projets de faible surface financière pour être éligibles à un financement obligataire et à attirer des financeurs en capital patient dès la phase initiale du projet et non seulement à l'occasion d'un refinancement une fois la phase de montée en puissance achevée. À ce titre, ces initiatives apportent des réponses pertinentes aux besoins de diversification et de stabilisation du financement des infrastructures publiques au sein de l'UE²⁰.

Cependant, plusieurs difficultés sont à mettre en exergue.

Une première difficulté tient aux possibles effets d'éviction liés à ces montages sur des financements de marché. Ces effets peuvent en outre affaiblir l'effet de levier recherché des investissements publics.

Une deuxième difficulté tient à la réglementation prudentielle applicable aux secteurs des banques et des assurances. Celles-ci peuvent en effet entraver leur capacité à financer les investissements longs indispensables à la croissance

européenne. Il en est par exemple ainsi de la norme Solvabilité II, dont l'entrée en application est prévue pour le 1^{er} janvier 2016. Cette norme devrait permettre aux fonds des assurances de s'investir dans des classes d'actifs moins liquides. Cependant, le financement long des infrastructures pourrait être entravé par l'obligation faite de prendre en compte l'ensemble des risques quantifiables, notamment les risques de marché. Il convient donc de veiller à l'équilibre qui pourra être atteint entre l'efficacité prudentielle du régime et la préservation des incitations à investir dans les infrastructures²¹.

Une troisième difficulté, peut-être plus fondamentale, tient au fait que la réponse à la question du portage financier ne résout pas celle du remboursement *in fine* des investissements par les entités publiques concernées. *Quid*, en effet, de la soutenabilité budgétaire des engagements ? En ce sens, certaines des conclusions du rapport d'information de la Commission des Lois du Sénat sur les partenariats public-privé du 16 juillet 2014 peuvent être reprises pour l'ensemble des montages de financements public-privé des infrastruc-

tures publiques²². Au-delà, de l'évaluation de la rentabilité socioéconomique du projet d'investissement, de la comparaison des différents modèles de commande publique disponibles, la question de la soutenabilité budgétaire des engagements de la personne publique contractante doit être une exigence essentielle. Cette obligation, prévue dans le cas français pour l'État et les établissements publics par le décret n° 2012-1093 du 27 septembre 2012 pour les contrats de partenariats devrait également s'appliquer à l'ensemble des contrats de long terme dès lors que le contractant privé bénéficie de garanties publiques voire qu'il opère un service public essentiel. Quoiqu'il en soit, dans leurs opérations d'évaluation des risques liés à un investissement (*due diligence*), les financeurs extérieurs se doivent de vérifier la capacité du projet à dégager suffisamment de ressources pour faire face au service de sa dette que celles-ci viennent essentiellement des recettes de péages en provenance des usagers ou des paiements en fonction de la disponibilité assurée par la personne publique contractante. ■

21 L'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) a rendu un avis en décembre 2013 sur la question suite à une demande de la Commission. Elle a préconisé la mise en place de critères pour définir une titrisation optimale et propose un traitement plus favorable de ces investissements en abaissant les valeurs de paramètres de simulation de crise (*stress tests*) par rapport à ceux en vigueur dans le secteur bancaire. Voir Commission européenne, (2014), « Communication sur le financement à long terme de l'économie européenne », *op cit*.

22 Sueur J.-J. et Portelli H., (2014), *Rapport d'information fait au nom de la Commission des lois constitutionnelles, de législation, du suffrage universel, du Règlement et d'administration générale sur les partenariats public-privé*, n° 733, juillet, 99 p.