

Les fonds d'infrastructures à l'épreuve de la réglementation

Solvabilité II dissuade les compagnies d'assurances d'investir dans cette classe d'actifs. Les délais de levée de fonds s'allongent.

PAR THOMAS LESTAVEL

Après l'embellie de 2010, la correction a été sévère. L'an dernier, les levées de capitaux par les fonds d'infrastructures dans le monde ont plongé de moitié, de 32 à 16 milliards de dollars* - à titre de comparaison, ils s'élevaient à 270 milliards dans le *private equity*. En Europe, la dégringolade a été encore plus rude : -72 % à 2,6 milliards de dollars*.

L'année 2012 apporte aussi son lot de difficultés. Les incertitudes autour de la zone euro continuent de dissuader certains investisseurs, notamment asiatiques, de parier sur les actifs européens. Les banques, sous pression, exigent des niveaux d'endettement plus modérés et renvoient à la hausse les taux d'intérêt, ce qui complique la réalisation de nouveaux projets et le refinancement des actifs existants. Or le marché des infrastructures dépend largement de la dette bancaire - plus de 70 % du montant des transactions en général. Autre problème, Solvabilité II dissuade les compagnies d'assurances, des investisseurs majeurs dans les infrastructures (derrière les fonds de pension), d'investir dans des actifs « illiquides ».

En 2011, les levées de capitaux par les fonds d'infrastructures ont plongé de 50 % dans le monde et de 72 % en Europe.

« *Les infrastructures sont clairement pénalisées par cette réglementation* », indique Jean Eyraud, président de l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I). Signe des temps, les délais de levée de fonds s'allongent : de six à neuf mois avant 2007, ils sont passés à deux ans, voire plus. Les fonds européens d'infrastructure de KKR et CVC, sur le marché depuis 2008, sont en passe de clôturer... cette année seulement.

Ecrémage

Pour autant, l'heure n'est pas à la panique. Du moins pas pour tout le monde. « *On assiste à un mouvement de 'flight-to-quality', voire d'écramage* », défend Alain Rauscher, président d'Antin Infrastructure Partners. *Les meilleurs fonds seront toujours capables de lever des capitaux.* » Antin Infrastructure, qui prévoit de retourner sur le marché cette année, vise un objectif de 5 % de rendement dès la première année, et de 15 % de taux de rendement interne (TRI). Il est cependant difficile d'estimer la performance moyenne d'une classe d'actifs encore trop jeune. « *La majorité des fonds d'infrastructures ont été lancés après 2004 et la plupart n'ont pas encore utilisé tous les capitaux levés* », tempère Elliot Bradbrook, manager au sein du bureau d'études Preqin.

Comparé au *private equity*, ce marché bénéficie de tendances plus clémentes. D'abord parce que la concurrence y est moins prononcée. Quatre acteurs majeurs sont d'origine française, avec l'Europe pour zone d'investissement : Cube, Axa, Antin et Meridiam**. De plus, les fonds de pension, qui absorbent environ la moitié des levées de fonds d'infrastructures, sont soumis pour le moment à moins de contraintes réglementaires que les compagnies d'assurances, et continuent à investir dans cette classe d'actifs, dans une logique de diversification et de placement à long terme. Enfin, « *le marché de la dette est actuellement fermé au LBO ('leveraged buy-out', NDLR), mais toujours disponible aux infrastructures* », soutient Alain Rauscher.

Avantages des infrastructures (lignes ferroviaires, autoroutes, réseaux de distribution d'eau ou d'électricité...) qui les distinguent du non-coté classique, elles se caractérisent souvent par de fortes barrières à l'entrée, une situation oligopolistique, voire monopolistique, des tarifs indexés sur l'inflation, et une faible corrélation avec les autres classes d'actifs. « *De nombreux investisseurs institutionnels s'y intéressent, en tant que substitut à d'autres actifs de rendement* », constate Jean Eyraud. Les fonds d'infrastructures représentent même jusqu'à 15 % des encours chez certains membres de l'AF2I.

Les opportunités d'investissement restent nombreuses. La France fait partie des marchés les plus actifs : parmi les projets récemment lancés, les lignes à grande vitesse (LGV) Bretagne-Pays de la Loire et Tours-Bordeaux, l'autoroute A63, ou encore le « Pentagone français » à Balard se chiffrent chacun en milliards d'euros. « *Nous étudions environ 60 dossiers par an, un niveau très stable d'une année sur l'autre* », précise Alain Rauscher. *Cela représente une masse abondante de projets, par rapport à notre objectif de deux à trois opérations par an.* » Dans un contexte d'efforts budgétaires des gouvernements, les privatisations continueront à porter le secteur, de même que les cessions d'actifs de la part de groupes industriels soucieux d'assainir leur bilan. Enfin, les besoins de refinancement de certains fonds devraient ouvrir la voie à de nouvelles opérations en 2012. ■

*Source : Preqin. Ce cabinet d'études prend uniquement en compte les levées finales, synonymes de lancement des véhicules. Probitas, qui de son côté retient également les levées intermédiaires, a comptabilisé 21 milliards de dollars de levées de fonds dans le monde en 2011, contre 19 milliards en 2010 (soit une hausse de 9 %).

**Meridiam a la particularité d'être spécialisé dans le 'greenfield', c'est-à-dire le financement de nouveaux projets (par opposition au 'brownfield', qui consiste à reprendre des actifs existants (lire aussi page 29)).

