

Synthèse de la réunion du Groupe de travail Financement de l'économie

Réunion du 8 juillet 2015

Quel cercle vertueux pour financer les infrastructures ?

Marie-France Baud

Intervenants :

- **Claude Bocqueraz, unité Assurances, DG FISMA**
- **Thierry Déau, président directeur général, Meridiam**
- **Luc Ménard, Commissariat général à l'investissement (CGI)^o**
- **Pierre Vaysse : directeur financier des investissements, Allianz**

COMPTE RENDU

Le déficit d'investissements est la fragilité de l'Europe et la question d'investissements significatifs dans les infrastructures est cruciale, comme le soulignait le conseil Ecofin du 29 juin. Ainsi, en Australie et au Canada, les investissements en infrastructures représentent une classe d'actifs importante pour les investisseurs, c'est moins le cas en Europe. Pour relancer l'investissement, le plan Juncker favorise l'ingénierie financière et les co-financements avec des ressources communautaires et la Commission vient de donner un élan politique à la révision de Solvabilité II afin d'encourager l'investissement par les assureurs dans les infrastructures. En effet, sur un peu plus de 9 trillions d'euros investis en Europe par les compagnies d'assurance, moins de 0,25 % sont placés dans des projets d'infrastructure.

Ces deux initiatives permettront-elles de concrétiser les projets d'infrastructure en Europe quand les institutions financières peinent encore à développer une stratégie d'investissement à long terme ?

Basée à Paris et créée en 2005 par Thierry Déau, **Meridiam** est une société française spécialisée dans l'investissement et la gestion d'actifs dans les infrastructures au service de la collectivité. La société se développe en accompagnant les autorités publiques au plus près de leurs projets, de la conception à la gestion à long terme (25 ans) en investissant en fonds propres dans les infrastructures de transport ; les équipements sociaux et éducatifs, les infrastructures de services en réseau et des édifices de service au public. L'OCDE et l'Union européenne sont ses zones d'investissement prioritaire mais la société s'ouvre aux espaces géographiques émergents et est active en Afrique.

Le premier fonds a été créé voici dix ans, avec le soutien du Crédit Agricole et de la Banque européenne d'investissement au moment où il fallait répondre aux impératifs d'investissement dans les réseaux transeuropéens, en particulier dans les transports. C'est ainsi que la BEI s'est posée comme investisseur d'ancrage dans ce premier fonds avec l'idée que les infrastructures devaient se réaliser sur du long terme. La marque de fabrique de Meridiam est d'organiser la maîtrise d'ouvrage privée à la place du secteur public pour organiser les projets, leur construction et leur exploitation, en tant qu'investisseur de long terme. La proximité de la Banque européenne d'investissement a permis à Meridiam de travailler avec la Commission sur les sujets liés à aux infrastructures et à leur définition. Il s'agit ensuite de définir des politiques publiques....et c'est là que le bât blesse. En effet, pour **Thierry Déau**, le volet financier du plan Juncker, à travers son bras armé, le fonds EFSI, est un volet de facilitation et de mobilisation de l'épargne vers des projets d'infrastructures avec l'objectif de les faire réaliser par des investisseurs qui n'ont pas toujours la

capacité d'évaluer les risques, d'assurer montage et gestion. Mais la maîtrise d'ouvrage stratégique est négligée : **aujourd'hui, l'obstacle majeur à l'investissement dans les infrastructures en Europe, c'est que les acteurs publics ont perdu, ou n'ont jamais eu pour certains pays périphériques, une capacité de maîtrise d'ouvrage** pour monter des projets, grands ou petits, et mobiliser des financements, estime-t-il. Rénover l'habitat social dans le cadre de la transition énergétique et des économies d'énergie est aussi compliqué qu'une ligne de TGV car cela demande une commande publique qui sache s'organiser ; se doter d'outils juridiques pour pouvoir contractualiser de façon efficace avec le secteur privé, créer un pipeline de projets qui mobiliser celui-ci. Finalement, derrière le Plan Juncker, beaucoup de réformes structurelles se feront en silence, observe-t-il.

Il considère que la **Capital Markets Union est une conséquence quasi obligatoire du plan Juncker pour mobiliser les investisseurs institutionnels sur un marché des capitaux à peu près fluide** qui mobilise , et trouve encourageants deux changements que cette initiative a d'ores et déjà induits : le délai de réponse de la Commission pour statuer sur les aides d'Etat est ramené à 6 semaines, et, sous l'impulsion de la Commission précédente, l'EIOPA, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, a lancé toute une série de consultations, d'abord informelles puis formalisées au cours des dernières semaines pour la révision des calibrages Solvabilité II.

Pierre Vaysse rappelle que les assureurs disposent de passifs longs, relativement liquides, ils sont par essence des opérateurs du long terme, qui collectent et injectent des ressources durables dans l'économie. La baisse des taux d'intérêt les oblige à compenser la baisse des rendements en allant chercher de plus en plus d'actifs alternatifs, non cotés, qui permettent une diversification dans différentes classes d'actifs , immobilier, prêts aux PME, infrastructures, des utilities au pur projet infrastructure.

Sur 600 mds€ investis en propre par Allianz, 14 mds le sont en dettes infrastructures, 2 mds en equity infrastructures, 2 mds en énergie renouvelable (fermes éoliennes en Allemagne, en France, en Italie).

Les **risques associés pour un investisseur institutionnel sont ceux de construction et d'instabilité politique** (revirement sur certaines décisions tels le prix de rachat de l'électricité ou l'écotaxe, par exemple ou complète inflexion de la stratégie de financement des infrastructures énergétiques du fonds souverain norvégien après un changement de gouvernement), explique-t-il. De même, un des freins importants à l'investissement est la charge en capital selon la calibration des différents actifs. Certes, **le traitement s'améliore pour les classes d'actifs infrastructures mais cela reste très compliqué**, estime-t-il, et n'oublions pas que pour les acteurs cotés comme Allianz, les agences de notation considèrent les classes d'actifs infrastructures comme des actifs standards, ce qui entraîne des exigences importantes en termes de capitalisation.

Claude Bocqueraz rebondit sur le Plan Juncker : derrière, il y a une vraie volonté politique de relance de l'investissement stratégique, dont l'investissement en infrastructures. La CMU accompagne le plan Juncker pour lever les barrières à l'investissement au niveau européen. C'est pour cette raison que des actions sont prises au niveau de la Commission, par secteur ou transsectorielles. Pour en citer deux, la titrisation sous Solvabilité II et la révision de la directive Solvabilité II. La Commission était déjà en discussion avec EIOPA pour faire bouger les calibrations en ce qui concerne les investissements en infrastructures. EIOPA a publié un document et lancé un appel à commentaires sur ce document. La Commission souhaite qu'investisseurs et assureurs ainsi que les entités accompagnant les investissements en infrastructures, répondent [d'ici au 9 août], à la fois sur les aspects techniques de calibration de charge en capital et sur les critères de définition d'un investissement en infrastructures, elle a besoin de réponses variées et d'interlocuteurs différents. La consultation EIOPA **n'évoque cependant pas un aspect , le lien entre la définition qu'elle propose d'un investissement en infrastructure et les projets qui bénéficient du soutien financier et stratégique d'EFSI. Il serait souhaitable que ceux-ci puissent bénéficier d'une calibration préférentielle.**

Thierry Déau indique que si le quantitatif est laissé ouvert par EIOPA, la première approche a été d'exclure des actifs stratégiques un certain nombre de secteurs, comme les aéroports. Il considère, avec **Pierre Vaysse**, que le succès du plan Juncker se jouera sur le mécanisme d'entraînement et repose moins sur la surutilisation de la garantie que sur la capacité à estampiller et accompagner des projets qui sortent véritablement. Le risque tient aux gouvernements et autorités publiques qui, dans un contexte de contraction budgétaire, incitent à s'adresser à la BEI, compte tenu des conditions attractives qu'elle offre. Il note qu'il faudra du courage au fonds EFSI pour écarter des projets qui n'ont pas besoin de garantie parce qu'ils ne sont pas risqués. A noter que certes, la BEI a pris de l'avance en entreposant des projets, mais dans l'infrastructure, deux ans c'est le délai moyen de maturité d'un projet.

Luc Ménard pointe, en matière de maîtrise d'ouvrage stratégique, une caractéristique qui n'a pas été soulevée : quand la Commission et la BEI ont voulu préparer le terrain pour le Plan Juncker, elles se sont adressées directement aux Etats membres auxquels elles ont demandé de désigner chacun un représentant pour lister les investissements qui paraissaient les plus pertinents, les plus mûrs, les plus susceptibles de sortir grâce à un facilitateur qui ne s'appelait pas encore le plan Juncker. Dans cette phase amont, on s'est adressé aux Etats membres avec cette idée implicite qu'il s'agissait de **maîtres d'ouvrage publics** capables de prendre les investissements dans toutes leurs dimensions, à différencier de la maîtrise d'ouvrage stratégique. A peine la proposition mise sur la table, les Etats membres ont été en quelque sorte évincés : tout porteur de projet a en effet toute liberté d'accès au bénéfice de facilitation associé au plan. Les maîtres d'ouvrage publics se sentent très démunis et orphelins de leur mission et pour eux, qui s'efforcent de développer une vision stratégique de l'investissement, le Plan Juncker est un animal bizarre dans sa réalisation finale. **En France, ce sont les régions qui sont les plus désarçonnées, pas l'Etat central**, analyse-t-il : elles se sentaient portées par l'histoire, on allait les agrandir, leur donner des pouvoirs économiques, elles ne comprennent pas cette dimension du plan et se sentent dépossédées.

Luc Ménard indique, qu'à ce stade, 140 projets ont été listés en France : un tiers sont trop petits, ils sont réorientés vers les banques françaises partenaires de la BEI depuis l'augmentation de capital de cette dernière; un tiers entrent vraiment dans la cible et plusieurs dizaines de contacts sont en cours ; un tiers sont de grands projets qui étaient bien structurés mais ne sont pas assez risqués pour entrer dans la mécanique du Plan Juncker, ils sont déjà *investment grade*, n'ont pas besoin de la garantie de l'Union pour se financer mais n'ont pas bouclé leur tour de table.

Il invite à ne pas oublier, sur le point des gouvernements incitant les grands maîtres d'ouvrage public à s'adresser à la BEI, que le capital de celle-ci provient des dotations des Etats membres : ce qui confère à la BEI une situation particulière en tant qu'institution dont il faut tenir compte.

Questions & réponses

Pauline de Châtillon, EY, s'interroge sur la possibilité d'une mise en chantier de ce qui pourrait s'approcher de Solvabilité III, pour donner un peu de respiration aux assureurs, au niveau prudentiel. Quel pourrait être le rôle de l'IAIS, International Association Insurance Supervisors ?

Claude Bocqueraz : Solvabilité II va entrer en vigueur dans quelques mois et s'y sont préparés depuis longtemps assureurs, superviseurs, ministères. Il est peu probable que les hypothèses de base vont changer. L'IAIS est une association de superviseurs qui se prennent pour des régulateurs mais ne les consultent pas, elle s'emploie à rédiger une norme au niveau international. C'est très ambitieux. L'IAIS offre un cadre de débat très utile au niveau international pour échanger des informations sur la supervision de groupes multinationaux mais quant à vouloir créer une norme ne semble pas réaliste, non seulement du point de vue de l'Europe mais aussi des régulateurs en Asie et aux Etats Unis.

Philippe Herzog soulève les questions du souci de la cohésion de l'Union dans les projets, de l'articulation avec les projets UE 2020 dans ses grandes ambitions d'innovation, des PPP et de l'articulation banques

assurances. Sur ce dernier point, **Thierry Déau** fait valoir que le bilan des banques ne leur permet pas de faire de la transformation sur le long terme et se déclare un fervent partisan du financement de projet par les investisseurs institutionnels tout en reconnaissant l'utilité du rôle d'arrangeur des banques d'investissement. De son point de vue, la Grèce est typiquement le pays où le mécanisme du Plan Juncker peut y relancer des projets d'investissement, car aucun investisseur n'ira en Grèce dans l'état actuel des choses quand bien même les projets sont stratégiques et rentables.

Laurent Ménard fait part du désarroi de nombreux Etats devant les PPP, faute de savoir-faire et de législation adéquate. Et insiste qu'il n'y pas a priori de répartition géographique au bénéfice des garanties de l'EFSI. C'est allé au point qu'une espèce de corde de rappel avait été demandée par le Parlement européen que la somme des garanties accordées dans trois quelconques pays ne dépasse pas 50 % du total. Cette règle n'est pas passée ! Dans la pratique, il ne faut oublier ni que c'est bien la BEI qui décide in fine ni qu'une répartition des financements dans l'espace européen est inscrit dans son ADN. Il ajoute qu'elle reste maîtresse de l'éligibilité de principe des projets et qu'il lui sera beaucoup moins difficile d'investir dans un Etat dit de la convergence que dans un autre.