

Placements dans les infrastructures – aspects pratiques

Benchmarking, risques et valorisations

Un investissement dans des actifs d'infrastructures comporte des risques financiers classiques, mais aussi des risques très spécifiques et atypiques. Par conséquent, la réalisation d'une «due diligence» est importante, ainsi que le suivi régulier des placements.

EN BREF

Les risques des placements en infrastructures dépendent du véhicule d'investissement, mais aussi de facteurs spécifiques. L'illiquidité de ces investissements rend un examen minutieux encore plus important.

En considération des montants considérables à mettre en œuvre – plusieurs milliards, voire dizaines de milliards – dans leur forme la plus élémentaire, les placements dans les infrastructures sont habituellement réalisés par des «consortiums». Ceux-ci regroupent des investisseurs de différents types et de différentes nationalités: entreprises privées («corporates») ou semi-privées, collectivités, banques, assureurs, fonds souverains, fonds d'investissements, family offices, caisses de pensions, etc.

Les investissements réalisés le sont le plus souvent par le biais de véhicules juridiques privés (fonds «primaires», «closed-end funds»), souvent domiciliés pour des raisons fiscales dans des domiciles «off-shore». Les investisseurs peuvent avoir différents statuts juridiques, mais les investisseurs institutionnels comme les caisses de pensions participent le plus souvent à ces structures en qualité d'investisseurs financiers uniquement («limited partners») ou de co-investisseurs.¹ Dans ce contexte, il est indispensable pour les caisses de pensions de s'assurer que leurs droits sont dûment protégés.

Ce type d'investissements – participation à un consortium ou à des «fonds fermés» – n'est envisageable que pour un nombre très réduit de très grandes caisses de pensions, qui disposent d'une envergure financière suffisante pour placer plusieurs dizaines de millions dans une seule structure et un seul type d'actifs. Pour une caisse de pension, la participation à ce type d'investissement est certes potentiellement très rentable – mais elle comporte aussi de grands risques, compte tenu de la concentration des placements.

Comme c'est le cas pour les autres classes d'actifs liquides, l'industrie financière a développé depuis des années des solutions et véhicules de placements davantage adaptés aux besoins des caisses de pensions de taille moyenne ou petite, permettant à ces dernières d'investir des montants sensiblement inférieurs. Ainsi, il existe sur le marché des structures de placements collectifs établis sous la forme de fonds, de parts de fondations d'investissements de droit suisse, de sociétés d'investissements cotées (en Suisse ou à l'étranger).

Benchmarks

En matière de benchmarks, les indicateurs comparatifs à disposition des caisses de pensions helvétiques sont nombreux mais néanmoins en partie seulement satisfaisants.

Pour les placements en infrastructures réalisés par le biais de sociétés d'investissements cotées, les caisses de pensions pourront recourir à une multitude d'indices proposés par les acteurs majeurs du domaine: MSCI, S&P, FTSE, Dow Jones, STOXX etc. Bien que présentant des caractéristiques différentes pour ce qui est de la méthodologie, du poids des régions ou des secteurs, du nombre de titres sous-jacents et de l'inclusion ou non des marchés émergents, ils se composent tous de sociétés cotées et par conséquent présentent un profil de rendement/risque proche de celui des actions. Ils offrent certes l'avantage d'une valorisation journalière ou hebdomadaire, mais néanmoins ils ne reproduisent pas nécessairement de manière adéquate l'investissement réel d'une caisse de pension dans cette classe.

Pour ce qui a trait aux placements non cotés («non-listed funds»), le choix des

Graziano Lusenti
PhD
Lusenti Partners



Iir Roko
PhD
Lusenti Partners



¹ Voir Article d'Ueli Mettler, page XY.

benchmarks est plus restreint. À cet égard, on peut mentionner la famille IPD de MSCI, Prequin ou EDHECinfra. Comme pour l'ensemble des indices qui portent sur des sous-jacents non cotés, ils présentent l'inconvénient d'une valorisation moins fréquente (en principe trimestrielle), d'un accès moins aisé et de biais régionaux qui ne sont pas nécessairement représentatifs des investissements réels d'une caisse de pension.

De manière générale, le choix de l'indice de référence devrait se faire dans le cadre de l'étude ALM et de la définition de l'allocation stratégique. A cette occasion, la caisse de pension devra porter une attention particulière à ce qu'il soit représentatif de la mise en œuvre effective de ses investissements dans les infrastructures.

Risques financiers «classiques» et indicateurs de risques (quantifiables)

Le cadre général étant ainsi posé, on peut examiner plus en détails la nature et les caractéristiques des différents types de risques:

Fluctuations de cours, volatilité et perte maximale («maximum drawdown»)

On l'oublie trop souvent, mais des indicateurs de risques aussi «basiques» et

répandus que la volatilité ou la perte maximale dépendent en grande partie du nombre et de la fréquence des observations. Ainsi, un nombre d'observations très réduit – par exemple, sur une base trimestrielle, voire annuelle – se traduira nécessairement par une volatilité (annualisée) basse. En la matière, les placements dans les infrastructures sous la forme de consortiums et de fonds fermés présentent ainsi de nombreuses similitudes avec les placements en immobilier direct ou en private equity non-coté: la volatilité sera assez faible. En revanche, pour les investissements en infrastructures sous la forme de sociétés d'investissement ou fonds de type UCITS – cotés ou non – ou de parts de fondations, la volatilité et le «maximum drawdown» seront sensiblement supérieurs.

Evolution des taux de change et couvertures («hedging»)

L'un des attraits principaux des placements en infrastructures réside dans la prévisibilité et la stabilité (fixées contractuellement) des revenus, ce qui, sur ce plan, permet de comparer ces placements à ceux dans les obligations. De plus, en raison de la taille limitée du marché des infrastructures en Suisse, l'essentiel des placements réalisé par les caisses de pensions helvétiques le sera à l'international, principalement en dollars américains ou en euros. Etant donné qu'une source importante de fluctuation du cours et des revenus est dans ce cas justement occasionnée par les changes, il est fortement recommandé de couvrir en totalité («hedging») les placements en devises dans les infrastructures – et cela, indifféremment du fait que les placements soient réalisés par le biais de «partnerships» ou de fonds.

Dépréciation monétaire (inflation)

Du fait de leurs caractéristiques d'actifs réels et avec une durée d'existence longue, les placements en infrastructures sont en principe une forme presque idéale d'investissement permettant d'éviter la dépréciation monétaire liée à l'inflation. Cela n'est vrai toutefois que si une revalorisation en ligne avec l'inflation (pour les actifs et les revenus) est explicitement prévue par les dispositions contractuelles. Cela souligne l'importance cruciale de la réalisation d'un exercice de «due dili-

gence» antérieurement à tout investissement, et ensuite l'application de règles rigoureuses liées à la revalorisation des actifs.

Obsolescence technologique, transformations et mutations techniques

Ce point est parfois sous-estimé – mais en raison du rythme accéléré des progrès technologiques et des phénomènes de disruptions à l'œuvre, l'obsolescence technologique représente aujourd'hui un facteur de risque non négligeable, surtout s'agissant de placements réalisés à très long terme. Cela s'applique tout particulièrement aux placements dans les réseaux de télécommunications et les réseaux numériques. En la matière, il y a lieu d'appréhender les risques comme on le ferait avec une entreprise et d'avoir une approche d'analyste financier, mais en appliquant une projection de plus long terme.

Risques en responsabilité civile

Ces risques se matérialisent lorsque les infrastructures acquises et en portefeuille s'avèrent tout à coup déficientes ou moins performantes, pour une multitude de motifs (accident industriel, pannes, etc.) et que des paiements importants sont dus à des parties tierces, en guise de dédommagement. Ces risques peuvent en principe être couverts «en amont», pour tout ou partie, par le biais de polices d'assurances, privées ou publiques.

Risques d'endettement et de charge d'intérêt excessive

De manière générale, les projets en infrastructures présentent des taux d'endettement plus ou moins élevés. En fonction de la structure de l'endettement, des hausses de taux d'intérêt peuvent impacter de manière importante les revenus nets générés.

Risques sectoriels liés aux phases de projets («greenfield» versus «brownfield»)

La première catégorie («greenfield») comprend les investissements en infrastructures non encore opérationnelles, en phase de conception ou de réalisation, alors que la seconde («brownfield») désigne l'exploitation d'infrastructures déjà existantes. Dans cet article nous mettons l'accent surtout sur les infrastructures

Les risques des investissements en infrastructures

Classiques / quantifiables

- Fluctuations de cours, volatilité et perte maximale («maximum drawdown»)
- Evolution des taux de change et couvertures («hedging»)
- Dépréciation monétaire (inflation)
- Obsolescence technologique, transformations et mutations techniques
- Risques en responsabilité civile
- Risques d'endettement et de charge d'intérêt excessive
- Risques sectoriels, de types d'actifs et de phases de projets («greenfield» versus «brownfield»)

Atypiques / difficile à quantifier:

- Risques politiques
- Risques de catastrophes naturelles ou industrielles
- Sécurité informatique et autres perturbations malveillantes
- Risques juridiques, prudentiels et de complexité

«brownfield», celles qui sont déjà opérationnelles. Les investissements réalisés dans des projets «greenfield» présentent en principe un potentiel de rendement supérieur, mais également des risques plus prononcés, notamment dus aux incertitudes liées au développement des projets (risques de construction, de dépassement de coûts et de retards, etc.).

Risques non financiers et atypiques (difficiles à quantifier)

Risques politiques

Les risques politiques sont représentés par les changements plus ou moins brusques de régimes, gouvernements ou politiques, affectant de manière significative les revenus attendus de l'investissement. Ces risques peuvent paraître plus prononcés dans les pays en voie de développement («emerging markets») mais néanmoins peuvent affecter également des investissements dans le monde développé. L'inclusion dans les contrats de formules d'arbitrage – pour régler hors des tribunaux les désaccords entre les parties – permet de limiter l'impact de ces risques.

Risques de catastrophes naturelles ou industrielles

La survenance des catastrophes de Tchernobyl en Ukraine ou de Fukushima au Japon a affecté de manière durable l'investissement dans le secteur nucléaire, conduisant de nombreux Etats à s'en retirer complètement. Les catastrophes naturelles liées aux cyclones endommagent régulièrement les infrastructures essentielles dans les Caraïbes et le sud des Etats-Unis. Les défaillances qui se matérialisent sur des ponts (Gênes), des barrages ou des canaux représentent autant de catastrophes – naturelles ou industrielles – qui impactent significativement le marché des infrastructures, leur développement, leurs prix et leur rendement.

Sécurité informatique et autres perturbations malveillantes

Il s'agit là d'un risque plus récent mais de grande ampleur, qui est lié en particulier à la digitalisation accélérée de nos économies et au fait que le bon fonctionnement de toutes les infrastructures critiques est étroitement lié à celui des systèmes numériques utilisés pour leur gestion. Pour limiter l'impact d'événements

«La réalisation d'exercices de due diligence approfondi et détaillé est indispensable, non seulement antérieurement aux investissements envisagés, mais également durant la période d'investissement.»

de ce type, c'est essentiellement une gestion proactive et dynamique des risques numériques qui est requise, laquelle est le fait d'entreprises technologiques spécialisées. Même si la survenance de ces risques affecte en principe le fonctionnement des infrastructures de manière très forte mais limitée dans le temps, on ne peut exclure que celles-ci soient durablement touchées – ce qui réduit leur valeur.

Risques juridiques, prudentiels et de complexité

Comme indiqué plus haut, les structures juridiques utilisées pour les placements «primaires» dans les infrastructures sont souvent des fonds constitués dans des domiciles «off-shore», certes favorables fiscalement mais avec une supervision prudentielle moins rigoureuse. De plus, du fait du volume des capitaux à mobiliser, les investisseurs sont non seulement très nombreux, mais présentent également des profils et des statuts variables: «general partners», «limited partners», co-investisseurs, etc. De surcroît, les autres intervenants dans ces structures sont également nombreux: gérants de fortune, controller, banque dépositaire, etc. Enfin, sur le marché destiné aux caisses de pensions suisses on trouve souvent des véhicules du type «fund of funds», ce qui introduit une couche supplémentaire de complexité.

Valorisations et exercices de «due diligence»

Impératif de valorisations indépendantes et régulière

Le prix (cours) d'un actif coté est déterminé par le jeu (plus ou moins efficient) de l'offre et de la demande. S'agissant des infrastructures, ce mécanisme ne peut pas opérer, pour les motifs explicités précédemment. Dès lors, une valorisa-

tion réaliste, crédible, indépendante et relativement régulière (en principe, au moins une fois par année) devrait être réalisée, afin que les investisseurs disposent d'une image fiable de la valeur (prix) de leurs investissements.

Dans la pratique, les modalités techniques sont variées et changent beaucoup en fonction du type d'infrastructure. Plusieurs principes devraient être respectés dans tous les cas: le vérificateur devrait être indépendant (en particulier de l'Etat et des collectivités directement concernées) et le résultat de la valorisation (prix des infrastructures) devrait être accepté «ab initio» sans réserve par les parties. Ainsi, la valorisation des portefeuilles d'infrastructures est souvent confiée à des cabinets de fiduciaires ou réviseurs actifs sur le plan global.

Rôle crucial des exercices de «due diligence»

On l'a déjà mentionné, la réalisation d'exercices de «due diligence» approfondis et détaillés est indispensable, non seulement antérieurement aux investissements envisagés, mais également durant la période d'investissement, du moins de manière ponctuelle.

Ces examens approfondis devront analyser et quantifier les différentes sources de risques. Etant donné l'importance cruciale des risques juridiques et contractuels, ces analyses devraient être confiés non seulement à des spécialistes chevronnés de ce type d'investissements, mais également à des conseillers juridiques et fiscaux (avocats spécialisés). ■