

L'AGEFIHEBDO

Evènement
Infrastructures; Les banques freinent

Frédérique Garrouste et Fabrice Anselmi
1,825 mots
22 janvier 2009
L'AGEFI Hebdo
10
Français
Copyright 2009 Agefi. All rights reserved.

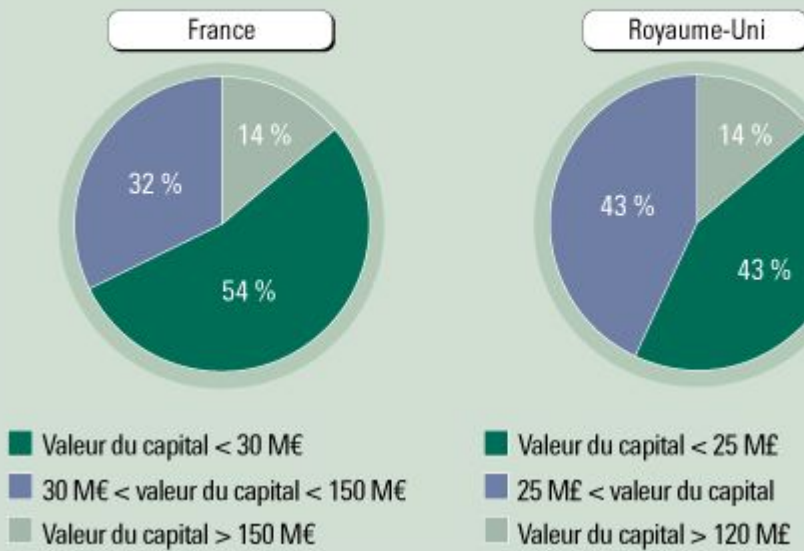
L'Etat soutient les projets, mais la taille des chantiers est telle que de nouvelles solutions de financement sont à trouver.

Les grands travaux sont à l'honneur. Avoir recours à des projets d'infrastructures – dans les transports, les écoles, les télécoms... – est classique pour des gouvernements aux prises avec une économie languissante. Aucun grand pays développé n'entend actuellement s'en priver. Or, les chantiers en vue sont d'une taille telle, notamment s'il s'agit de lignes de TGV, qu'ils paraissent souvent bien ambitieux dans un contexte toujours difficile sur le front de la liquidité. Ainsi, pour la France seule, les investissements envisagés (voir encadré page 12) réclameraient entre 5 et 6 milliards en 2009, et jusqu'à 10 milliards en 2010, auxquels s'ajouteraient ceux d'universités, de prisons, d'hôpitaux... Les financiers se sont montrés largement présents sur ce type d'engagements ces dernières années, s'agissant d'investissements lourds au service de la collectivité et présentant des profils de risques intéressants. Un nouveau cadre juridique, avec les contrats de partenariat, est en outre venu enrichir les possibilités ouvertes par les contrats de concession. Aujourd'hui, alors que ces transactions sont financées à 90 % voire 95 % en dette, l'attitude plus frileuse des banques – dont certaines sont en net retrait sur ce marché – est source d'inquiétude. « Le marché de la dette n'est certes pas complètement fermé, mais il y a beaucoup moins de liquidité, expose Sébastien Clerc, responsable financement de projets chez Natixis. Le véritable tournant s'observe à partir de la chute de Lehman Brothers, même si un ralentissement était déjà observable avant, depuis le début de la crise. » Récent, le mouvement n'a certes pas eu d'impact sur la signature des opérations bouclées jusqu'à fin 2008 et aucun projet de partenariat public-privé (PPP) n'a été écarté ni reporté pour des questions de financement bancaire. Dans le monde, un seul grand projet de ce type aurait eu de réels problèmes, celui du tunnel de Miami. Un calendrier favorable à court terme. Pour les mois prochains, les perspectives paraissent toutefois plus difficiles, même si les échéances de bouclage des gros dossiers ne sont pas immédiates. « Il y a relativement peu de dossiers qui vont arriver en situation de bouclage d'ici fin 2009, deux seulement de taille importante, l'aéroport international de Nantes Atlantique et la liaison Charles-de-Gaulle Express, chacun d'eux se montant à environ 500 millions d'euros, ce qui devrait rester dans la capacité du marché », indique Dominique Maurel, responsable financements de projet et export chez The Royal Bank of Scotland en France. Mais les financements se font déjà plus rares : les banques arrangeuses réduisent leurs prises fermes à de très faibles niveaux, ne voulant plus s'engager sur des financements à livrer dans un an, tant il est difficile de savoir quelle banque rentrera dans la syndication. « Toutes les banques ont à présent le rang de MLA ('mandated lead arrangers') et concourent à la phase de structuration, avec des participations de 75 millions d'euros maximum, voire moins », indique Dominique Maurel. Pour atténuer les problèmes de liquidité, les banques envisagent de pouvoir désormais remettre des offres partielles. « Dans un appel d'offres, plusieurs consortiums sont en lice et si chaque offre devait être totalement financée, l'offre de crédit pourrait être insuffisante. D'où l'idée de permettre une première remise d'offres partiellement financées et de laisser un délai au consortium classé numéro un pour convaincre les banques des autres consortiums de le rejoindre », indique Alain Grandel, directeur financement de projets chez BNP Paribas. En attendant, le durcissement des relations entre prêteurs et emprunteurs est net. « Les banques sont plus exigeantes sur le contenu des contrats de crédit, indique Christine Van Gallebaert, avocate chez Gide Loyrette Nouel. Par exemple, des clauses de changement de prix si la syndication est difficile ('market flex') et de perturbation de marché réapparaissent depuis un an. » Par ailleurs, les banques ont déjà imposé des effets de levier moindres, passant en général de 95 à 85 % sur les PPP. Dans le même temps, elles ont relevé leurs marges. « Les banques, depuis 2007, ont multiplié par deux ou trois leurs prix, la dette avec escompte de créance sur la personne publique passant de 10 à 35 points de base, celle de projet de 80 à 180 points de base », précise un professionnel. Au-delà de ces exigences renforcées des banques, certains acteurs pointent du doigt un décalage important entre les besoins globaux et les conditions de marché, dont les effets pourraient se faire sentir sans attendre. De fait, non seulement les liquidités sont plus rares mais, surtout, la crise a raccourci les maturités auxquelles les banques peuvent se financer sur les marchés, les échéances atteignant cinq ans environ alors que les projets portent sur 20 ou 30 ans. C'est particulièrement sur ce sujet que s'orientent les réflexions des professionnels. Des refinancements au bout de huit ans. Première solution, « il est possible de mettre en place un financement à huit ans pour ensuite refinancer la dette, selon une pratique déjà existante sur les autoroutes, mais cela crée un risque de refinancement qui ne peut être pris seulement par la personne publique », avance Pierre Sorbets, responsable du secteur public chez HSBC. Les acteurs explorent la

voie d'autres sources de financement, à côté de la dette bancaire. « Autoriser les candidats à présenter des offres finales – le cas échéant partiellement financées uniquement – et repousser à un stade ultérieur le bouclage des financements devrait faciliter l'accès aux marchés obligataires et donc à une nouvelle catégorie d'investisseurs, indique Miguel Holguin, responsable des activités de financements de projet / PPP chez HSBC. Le coût de portage résultant de profils de flux distincts (une obligation est le plus souvent tirée en une seule fois et remboursée 100 % à son échéance ; dans un projet, il y a plutôt une montée en puissance des coûts, puis un échéancier de remboursement) est un problème tout à fait gérable. » Actuellement, les conditions de marché rendent toutefois ces solutions incertaines. « La crise, en favorisant la multiplication des émissions de dettes garanties par les gouvernements, a bouleversé la hiérarchie des produits obligataires, indique Pierre Sorbets. Ainsi, la question n'est pas tranchée de savoir si et dans quelles conditions les sociétés de crédit foncier vont pouvoir émettre à nouveau à long terme, la même question se posant pour les 'covered bonds' (obligations sécurisées), qui fonctionnent sur le même principe. » Une visibilité réduite En l'absence de visibilité supplémentaire, les acteurs attendent beaucoup du plan de relance français : plusieurs fois affirmée à la tête de l'Etat, la volonté de soutenir les infrastructures commence en effet à trouver des applications précises. Premier volet, « le projet de loi de finances rectificative pour 2009 prévoit un système de garantie de l'Etat, indique Thomas Courtel, associé chez Gide Loyrette Nouel. La garantie de l'Etat, à hauteur de 10 milliards d'euros, sera liée à un projet, et pourra être affectée au financement bancaire du projet ou à son financement obligataire. » Mais comme les préoccupations des banques portent plus sur la liquidité que sur les risques, d'autres possibilités sont explorées. « Il est question que l'Etat, au travers par exemple de la CDC, apporte des financements à des projets sous la garantie des banques, indique Alain Grandel. Ce mécanisme qui rappelle certaines modalités d'intervention de la BEI (Banque européenne d'investissement) permettrait de bien distinguer l'apport de liquidité et la prise de risques. La plupart des banques sont en effet prêtes à participer au développement des grands projets si les contraintes de liquidité sont allégées. » Dans tous les cas, les nouveaux schémas pourront tableer sur la multiplication des investisseurs qui se pressent, ces dernières années, pour investir en fonds propres dans les projets. Leur présence s'ajoute à celle, traditionnelle, des groupes industriels – Vinci ou Eiffage, actifs dans les concessions autoroutières, mais aussi Bouygues, GDF-Suez ou Veolia. Cette arrivée des capital-investisseurs est récente. « Les acteurs français ont pris conscience des opportunités de ce secteur lorsque l'australien Macquarie a mené avec Eiffage la privatisation d'Autoroutes Paris-Rhin-Rhône en 2005 », rappelle Paul Lignièrès, avocat spécialisé chez Linklaters. Pour autant, plusieurs fonds importants d'origine française se sont déjà constitués : Axa **Infrastructure** (1,3 milliard d'euros sous gestion), Cube **Infrastructure** Funds-Natixis (1 milliard d'euros), Meridiam **Infrastructure** (600 millions d'euros) et plus récemment Antin **Infrastructure** Partners, le fonds sponsorisé par BNP Paribas (à hauteur de 300 millions d'euros pour un objectif de 1 milliard). Témoignant d'un dynamisme persistant du secteur, de nombreuses levées de fonds sont en cours, des groupes comme Citi, UBS ou Goldman Sachs prévoyant de lever au total une centaine de milliards d'euros entre 2009 et 2010 selon la société d'études Prequin. La crise actuelle fait presque figure d'aubaine... Certes, les investisseurs se montrent un peu moins enthousiastes à présent sur la classe d'actifs, du fait d'une surallocation mécanique liée à la baisse des autres actifs financiers. Mais la tendance reste dynamique pour les fonds et, du coup, la crise actuelle fait presque figure d'aubaine. « La réduction des leviers dans les projets d'**infrastructure** est plutôt une bonne nouvelle pour les fonds d'equity dédiés à ce secteur », ajoute Alain Rauscher, président et manager partner d'Antin **Infrastructure** Partners. Cela va en effet rééquilibrer le rapport entre l'offre de projets, finalement assez peu fournie, et la demande des fonds, qui commence à devenir forte. Les spécialistes tablent en outre sur une multiplication des affaires. « Heureusement, chaque nouvel investissement dans les infrastructures peut avoir un effet stimulant sur l'économie et favoriser la naissance d'autres projets », explique Philippe Taillardat, responsable de la gestion fonds de fonds **infrastructure** (340 millions d'encours) chez CAAM CI. De quoi organiser, à terme, ce segment de marché et lui donner plus de maturité. « Les nombreuses opportunités du marché devraient amener chacun des fonds à se spécialiser un peu plus », estime Stéphane Grandguillaume, responsable à Paris de Barclays PE **Infrastructure** Funds, dont les véhicules, à durée extensible, sont majoritairement destinés aux PPP dans le secteur social. Meridiam (Crédit Agricole Private Equity), par exemple, avec un fonds d'une durée de 25 ans, s'est fait une spécialité des projets d'infrastructures à long terme (greenfield), alors que, aux trois quarts, l'activité des fonds est centrée sur des opérations de privatisations, rachats et reprises de concessions (brownfield). Ce marché-là trouve de nouvelles opportunités avec les cessions d'actifs qu'opèrent certaines sociétés d'investissement mises en difficultés par la crise – comme l'australienne Babcock & Brown – ou de grands conglomérats voulant diversifier au maximum les risques. Au final, les nouveaux montages en fonds propres et les besoins devraient drainer des liquidités vers un secteur où le risque reste bien apprécié...

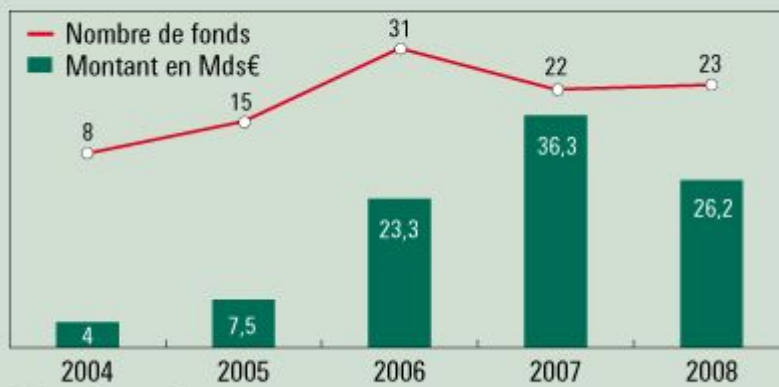
Comparaison de la taille des projets au Royaume-Uni et en France

Montants unitaires d'investissements (en fonction du nombre de contrats signés)



Source : HM Treasury et MAPP

Levée de fonds d'investissement en infrastructures*



* dans le monde

Source : Private Equity Intelligence

20090122_1059368.xml

Document AGEHEB0020090121e51m00012