

Les actifs infrastructures se dotent de références

L'Edhec Infra a sorti les premiers indices de performances liés aux investissements en actions et dettes d'infrastructures. Un élément fondateur pour ces classes d'actifs.

<http://www.agefi.fr/dossiers>

PAR FABRICE ANSEMI

INDICES EN LIBRE ACCES :

► <https://benchmarks.infrastructure.institute/debt/>

► <https://benchmarks.infrastructure.institute/equity/>

Après plus de trois ans de recherche, le département Edhec Infrastructure Institute-Singapore (Edhec Infra) a lancé début juin une première série de 384 indices de performances liés aux investissements en dettes et *equity* d'infrastructures. L'objectif est bien d'améliorer la manière dont les investisseurs mesurent les performances de

leurs investissements en infrastructures, et allouent actuellement à ces segments plus de 1.000 milliards de dollars à l'échelle mondiale. « Nos indices apportent des réponses précises qui peuvent changer de nombreuses choses dans l'allocation d'actifs mais aussi dans la réglementation prudentielle », explique Frédéric Blanc-Brude, directeur d'Edhec Infra, dont la recherche académique est soutenue depuis 2012 par Natixis et Meridiam. « Les investisseurs vont pouvoir bien mieux analyser le comportement de leurs portefeuilles de

dettes d'infrastructures vis-à-vis d'autres actifs comme vis-à-vis d'autres fonds », confirme Anne-Christine Champion, responsable mondiale *credit portfolio management* chez Natixis. « Ce travail destiné à aider la promotion des infrastructures a ensuite été l'un des deux piliers fondateurs de l'Association des investisseurs d'infrastructure à long terme (LTIIA), relais de Meridiam sur ce dossier, rappelle Thierry Déau, président du fonds Meridiam et de la LTIIA. Ces nouveaux 'benchmarks' vont accroître la compréhension des risques

et des avantages réels de ces actifs. » Ils couvrent environ 50 % de la capitalisation des instruments correspondants sur le marché européen (14 pays). « Nous travaillons à rassembler les données sur l'Asie, avant de récupérer l'an prochain celles sur l'Amérique afin de proposer une approche globale d'ici à 2020 », poursuit Frédéric Blanc-Brude. Grâce à une technique de valorisation inédite à partir d'une modélisation des *cash-flows* via l'analyse de « big data », l'équipe est parvenue à proposer, pour la première fois pour ces actifs pour la plupart non cotés, une quinzaine d'indicateurs de performances standards sur divers horizons : rendements périodiques, volatilité, rendement ajusté du risque (ratio de Sharpe), rendement/trésorerie, perte maximum (*max drawdown*), valeur à risque (VaR), durée, taux de couverture de la dette, volatilité des *cash-flows*, etc.

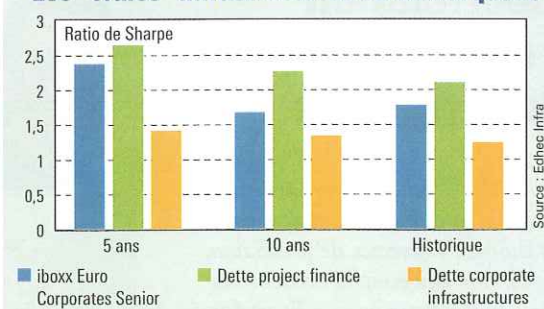
Définitions

Pour cela, l'Edhec Infra a compilé une base de données unique, collectées de manière « ascendante » directement auprès de 398 entreprises, dont 298 emprunteurs pour 1.089 instruments de dette sur la période remontant à 2000, de manière à éviter les biais de bases formées uniquement à partir de données déclaratives (habituellement surpondérées sur les titres privés les plus faciles à « déclarer »). Les travaux

débouchent sur une mise en lumière des performances sous de nombreux angles en fonction des univers (Europe, Europe continentale, Royaume-Uni), de 4 références monétaires et de 8 catégories d'actifs en tout : un indice global, 3 indices par « business model » (contractuel de type PPP*, régulé, ou marchand pour des infrastructures avec risque trafic comme les autoroutes à péage ou les aéroports), 2 par secteur (énergie-eau-pétrole-gaz ou bâtiments publics) et 2 par structures juridiques (société de projet ou entreprise).

En 2016, ces travaux avaient conduit, suite aux échanges avec l'Autorité européenne des assurances (Eiopa), à un règlement européen complémentaire à la directive Solvabilité 2 donnant une définition précise des « projets d'infrastructures » pouvant faire l'objet d'un traitement prudentiel plus favorable (d'environ 30 %) qu'initialement prévu : caractérisés par une société de projet unique (SPV), un modèle économique basé sur l'amortissement de la dette par des *cash-flows* prévisibles, un cadre contractuel protecteur, des réserves pour faire face aux imprévus, et des systèmes et réseaux qui fournissent des services publics « essentiels ». Le régulateur a très vite revu sa copie dans un avis technique, aboutissant à l'ajout un an plus tard des « corporate infrastructures » ayant certaines similitudes avec les « projets

Les "vraies" infrastructures se démarquent



d'infrastructures », ce qui a conduit l'Edhec Infra à dupliquer la méthode pour ces entreprises comme Heathrow Airport ou Thames Water, et à ajouter une troisième série d'indices « all infrastructures ».

Un dernier débat méthodologique a porté sur la pondération des nouveaux indices : « Nous avons naturellement gardé des séries d'indices pondérés par la taille, mais les performances des nombreux petits SPV locaux vont, dès lors, être diluées sous l'impact des performances de certaines grandes entreprises d'infrastructures, note Frédéric Blanc-Brude. Des séries d'indices équipondérés permettent une vision alternative, plus proche des performances moyennes. »

La recherche de l'équipe associée à ces indices qui vont permettre de tester toutes les hypothèses d'investissement a abouti à deux études sur les performances des actifs. La première portait donc sur les titres de dettes inclus dans les indices. Elle conclut que la dette senior de l'indice « corporate infrastructures » n'apporte pas de surperformance particulière mais plus de deux fois plus de volatilité que l'indice de référence (iboxx Euro Corporates Senior), donc un ratio de Sharpe bien inférieur dans tous les cas ; alors que la dette senior de l'indice « project finance » apporte à la fois de la surperformance et une volatilité modérée par rapport au même indice de référence, donc un excellent rendement ajusté du risque, toujours supérieur à 2 ! Cela s'expliquerait par des structures financières pas aussi homogènes que dans les « projets d'infrastructures » : « Ces derniers font l'objet d'analyses des risques et de structurations des *cash-flows* et sûretés très fines, développe Anne-Christine Champion. Dans les

*Partenariats public-privé.

Se méfier des contrefaçons

Alors que de plus en plus de gestionnaires d'actifs et fournisseurs d'ETF (*exchange-traded funds*) proposent des fonds d'« infrastructures cotées » pour tenter de répondre à l'intérêt des investisseurs pour ce genre d'actifs de long terme, une autre recherche d'Edhec Infra démontre que les portefeuilles concernés n'ont pas du tout les mêmes caractéristiques... « Nous sommes partis d'un portefeuille institutionnel théorique standard, puis nous avons ajouté, en analysant les effets de ces ajouts un par un, 22 portefeuilles de référence en actifs (actions cotées d'entreprises 'assimilées' aux infrastructures parce

qu'elles y ont une partie de leur activité comme dans le BTP ou les utilities, NDLR) ou en facteurs, décrit Frédéric Blanc-Brude (photo), directeur d'Edhec Infra. Pas un seul ne présentait de bénéfice supplémentaire réel pour l'institutionnel déjà investi en titres cotés, au regard du test sur la frontière d'efficience, de la diversification ou des variations moyennes de variance. » Tous ces proxys se retrouvaient largement surpondérés sur les transports et

l'énergie (pour 90 % du chiffre d'affaires), avec un petit intérêt en termes de performances sur la période 2000-2008 du fait d'importants leviers, mais aucun intérêt sur les périodes 2008-2015 ou même 2000-2015 qui correspond plus à l'horizon d'investissement normal sur ce genre d'actifs. Il n'y a donc pas de classe d'actifs « infrastructures cotées », conclut l'Edhec Infra, à la surprise de certains grands institutionnels comme le fonds de pension japonais GPIF.



© Mark Power

Décorrélation et diversification sont efficaces

'corporates', on peut trouver des structures plus ou moins sécurisées, avec différents niveaux de protection, ce qui induit des couples rendements-risques plus hétérogènes. » Et parfois des rendements plus faibles au nom de la diversification et/ou de la visibilité de ces sortes de « holdings de SPV », et pas forcément moins de volatilité. « Certaines dettes 'corporate infrastructures' sont incorporées dans les mêmes portefeuilles que d'autres dettes 'corporate', parfois cotées, donc potentiellement plus corrélées », complète Bertrand Loubières, directeur financement infra chez Axa IM-Real Assets. Ce qui pourrait décevoir l'Eiopa et ceux qui ont motivé l'inclusion des « corporate infra » dans le champ des actifs faisant l'objet d'un régime Solvabilité 2 préférentiel (SCR crédit diminué de 25 %).

Bon rendement/risque

La deuxième étude sur les actions aboutit à des conclusions un peu moins tranchées entre « project finance » et « corporate infrastructures » : « Les premiers, avec une forte représentation de petits PPP encore moins corrélés les uns aux autres, bénéficient à la fois d'une très bonne performance (autour de 13 % annuel) et d'une faible volatilité (autour de 5,5 %), avec un ratio de Sharpe souvent au-dessus de 2,5, bien loin d'un comparable de type MSCI Europe (très inférieur à 1), explique Frédéric Blanc-Brude. Pour autant, l'analyse mérite d'être affinée en fonction des 'business



L'AVIS DE...

Pierre Rolland, directeur général, et Ingy Helmy, analyste doctorante chez Infra Gestion

« Les actifs infrastructures compatibles avec Solvabilité 2 s'élargissent »

Pouvez-vous détailler les nouvelles définitions des infrastructures ?

Les travaux de l'Edhec et une consultation de l'Autorité européenne des assurances (Eiopa) avaient conduit à un règlement délégué complémentaire à Solvabilité 2, le 1^{er} avril 2016, donnant une définition précise des « actifs d'infrastructure » pouvant faire l'objet d'un traitement prudentiel plus favorable qu'initialement, caractérisés notamment par une société de projet unique (SPV), un cadre contractuel protecteur et des cash-flows prévisibles. Mais dès le 30 juin 2016, l'Eiopa avait rendu un avis technique pour inclure aussi les « corporate infrastructures » (entités ou groupes). La Commission européenne a présenté le 8 juin le règlement délégué qui, une fois passé le délai d'objection par les colégislateurs, modifiera à nouveau Solvabilité 2 introduisant un autre traitement spécifique du supplément de capital requis (SCR) avec : 36 % de la valeur des actions des « corporate infrastructures » (au lieu de 30 % pour les « projets d'infrastructures » et 39 % pour les actions « corporate » de type 1), et un SCR crédit diminué. Toujours fonction de la durée et de la qualité de crédit, ce dernier passera, par exemple pour des obligations notées BBB (échelon 3) ou non notées, de 20 % (corporate) à

15,03 % (corporate infrastructures) sur 10 ans (au lieu de 13,35 % pour les projets d'infrastructures), et de 30 % à 22,5 % sur 20 ans (au lieu de 20,05 % pour les projets d'infrastructures).

L'élargissement de ces classes d'actifs pose-t-il problème ?

L'ancienne définition ne reflétait pas la totalité des investissements possibles et semblait restrictive. Or des projets ayant les mêmes profils de risques doivent subir le même traitement en capital.

Voyez-vous d'autres moyens de promouvoir les infrastructures ?

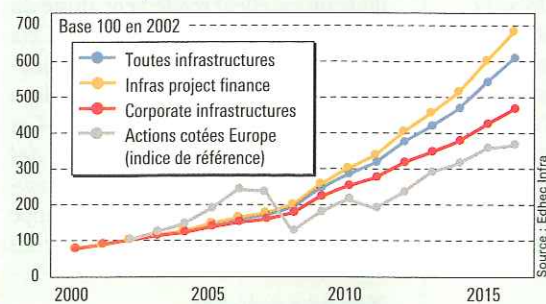
Nous avons commencé un travail académique pour savoir où en est la France par rapport à d'autres pays : ce marché présente un certain nombre de rigidités tant du côté de l'offre que de la demande, et des biais comportementaux spécifiques aux investisseurs tricolores. Nous proposons aussi des solutions pour relancer le marché français des petits PPP et des concessions, par exemple à l'aide d'offres spontanées de spécialistes capables d'industrialiser l'analyse puis le processus d'investissement, en optimisant les coûts d'intermédiation pour les petites et moyennes collectivités.

models'. » Ainsi, des holdings de SPV sur des PPP pourront également être performantes dans la catégorie « contracted ». Un peu moins dans la catégorie « regulated » malgré les utilities (notamment britanniques) ayant un tarif de rachat fixé par la collectivité, ce qui peut alors aussi rapprocher « corporate infrastructures » et projets d'infrastructures. « Nous n'avons pas d'approche restrictive : plusieurs de nos participations comme Fonroche Energies dans le photovoltaïque ou OCEA Smart Building dans les compteurs d'eau intelligents ont les mêmes caractéristiques 'equity' que les projets sous-jacents, explique Vincent Levita, président d'infraVia. Ces indices marquent l'arrivée de ces classes

d'actifs à l'âge adulte'. Mais il faudra faire attention à l'usage qui en sera fait au regard de la granularité des informations induites, ainsi que d'horizons court terme qui peuvent parfois tenter certains... »

Au bout du compte, on peut s'étonner d'un intérêt encore assez lointain de certains institutionnels français : « Parce que les plus grands ont déjà leurs propres modèles internes d'analyse des risques et des performances », estime Thierry Déau, « ou peut-être parce qu'ils investissent sur des fonds sectoriels ou mandats de plus en plus spécifiques qu'ils peuvent donc difficilement comparer », conclut Bertrand Loubières. ■

Les actifs infrastructures passent mieux les crises



L'AGEFI HEBDO

TOUS LES MÉTIERS DE LA FINANCE

Le G20 de Hambourg
le 7 juillet 2017



G20 Tirailé et divisé



CLIENTÈLES FRAGILES - DÉTECTER ET ACCOMPAGNER