

Bruxelles, le 19 avril 2011

Contribution du Groupe Caisse des Dépôts à la Consultation sur l'initiative européenne pour les « Project Bonds »

1. *Le mécanisme proposé va-t-il attirer des investisseurs privés, en particulier dans les secteurs de l'énergie, des transports et des technologies de l'information et des communications?*

L'Union européenne fait face à des besoins de financement de long terme considérables à l'horizon 2020 pour le développement de ses infrastructures, nouvelles ou en réhabilitation. Les seuls besoins dans le domaine du transport et de l'énergie, sont estimés à 1600 milliards € dans la Communication sur le réexamen du Budget publié en Octobre 2010.

A ce constat correspond la tendance à la raréfaction structurelle des crédits bancaires longs, suite à la crise et à la future mise en place des ratios de liquidité et d'exigences en capital dans le cadre de Bâle III. A l'avenir, les banques seront mécaniquement amenées à réduire drastiquement la part des crédits de long terme dans leur bilan et seront incitées à les transférer dans des structures ad hoc par exemple.

Dans ce contexte, toute initiative de nature à favoriser l'offre de financement à long terme, comme les « Project Bonds », doit être accueillie favorablement, sous réserve d'un certain nombre de conditions et modalités qui seront développées ci-après.

Trois éléments laissent toutefois penser que l'effet du mécanisme proposé par la Commission ne permettrait pas d'atteindre parfaitement les objectifs visés :

- a) Le mécanisme de partage de risque proposé – dans ses deux composantes, l'une bilantielle par la souscription d'une dette subordonnée aux obligations senior et l'autre hors bilan sous la forme d'une ligne de crédit conditionnelle – est certes de nature à sécuriser les flux de la dette senior, mais non pas à la rehausser suffisamment pour qu'elle rentre, pour des montants significatifs, dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels (publics ou privés) ;
- b) la méthode consistant à laisser chaque société de projet émettre des « Project Bonds » conduirait nécessairement cette dette à être peu liquide sur le marché des capitaux et pourrait ainsi décourager les investisseurs à souscrire à ce type de produit ;
- c) Selon cette méthode d'émission, les investisseurs institutionnels devraient se livrer à une analyse crédit approfondie du projet concerné alors qu'ils n'ont souvent pas les ressources en interne pour la conduire. Ces derniers pourraient alors préférer souscrire à d'autres types de titre obligataire mieux notés et plus « standards » (dettes d'Etats, *Covered Bonds*), qui ne nécessitent pas d'analyse de risque particulière.

2. *Seriez-vous prêts en tant qu'investisseur à acheter de telles obligations de projet ?*

Il est difficile à ce stade de répondre à cette question avec précision, sans indication pro forma de montants, de *spreads*, de *rating*, de maturité, mais aussi de nature du projet, de ses flux et de la qualité des sponsors industriels. En d'autres termes, un investisseur institutionnel ne peut se satisfaire du mécanisme évoqué pour faire ses choix d'investissement. Il a besoin d'éléments d'évaluation complémentaires.

L'Investisseur CDC est un investisseur « AAA » avec les exigences de maintien de son rating que cela comporte. De ce fait, sa politique d'investissement est très stricte sur la qualité des titres auxquels elle souscrit (minimum « A »). Celle-ci dépend à la fois des caractéristiques propres au projet et/ou du mécanisme de garantie prévu.

Une fois ces conditions générales satisfaites, la CDC pourrait considérer favorablement d'investir dans des « Project Bonds ». Le sous-jacent – et l'occurrence, des projets d'infrastructures – est en effet peu présent dans ses portefeuilles obligataires et pourrait à ce jour contribuer à leur diversification.

La CDC pourrait ainsi intervenir à deux niveaux dans le mécanisme proposé par la Commission:

a) sur la dette senior

Le besoin de sécurité prédomine et s'exprime par la nécessité d'obtenir une notation élevée par le mécanisme européen, peut-être supérieure au « A » proposé s'agissant de dettes très longues et probablement plutôt illiquides.

Dans cette perspective, la Commission européenne pourrait être attentive à deux éléments clés pour favoriser la souscription des « Project Bonds » par les investisseurs:

- les titres émis devraient viser un niveau de « standardisation » maximum afin de faciliter leur analyse de risque, et d'accroître leur transparence et leur liquidité (voir remarques additionnelles ci-après) ;
- en lien avec la problématique des normes prudentielles, l'investissement en « Project Bonds » sera d'autant facilité que les règles de Bâle III et de Solvabilité II n'auront pas de conséquences trop lourdes sur la capacité des investisseurs à mobiliser les ressources nécessaire à l'achat des titres émis.

b) sur la dette subordonnée

Pour que les entités exerçant une activité de prêt dans le Groupe CDC puissent envisager de détenir ce type de dette, il serait nécessaire qu'elles bénéficient d'une garantie communautaire de la Commission ou de la BEI pour le financement d'un projet éligible à son intervention dans le cadre des enveloppes dédiées aux infrastructures sur le territoire national (transport, hôpitaux, universités, traitement de l'eau).

3. *D'autres secteurs caractérisés par des grands besoins de financement en infrastructures devraient-il être concernés?*

Outre les grands projets européens d'infrastructures identifiés dans la consultation (énergie, transports, TIC), les emplois additionnels concernés pourraient être :

- Les infrastructures d'énergies renouvelables et d'efficacité énergétique (dont la rénovation des bâtiments) ; le portage foncier dans le secteur de l'environnement notamment ;
- certains bâtiments publics : universités, hôpitaux ; cas des quartiers de gares ;
- certains réseaux : distribution de l'eau et traitement des eaux usées ;
- l'optimisation des réseaux (entre différentes infrastructures).

L'ouverture sectorielle permettrait de garantir la diversification des risques pour les garants et de réduire le poids de types de dépenses sur les budgets nationaux.

Pour assurer la cohérence avec la Stratégie de Göteborg et les engagements climatiques de l'UE, ces mécanismes de financement devraient bénéficier en priorité aux infrastructures

particulièrement nécessaires au respect des engagements climatiques de l'UE (Paquet 3 x 20) et à son indépendance énergétique. Il s'agirait notamment de privilégier les projets de transport ferroviaire et fluvial, hors route/autoroute/aéroports, et de production-distribution d'énergie renouvelable, hors fossiles.

4. *Le mécanisme de rehaussement faciliterait-il / accélérerait-il la mise en place du « package » financier ?*

Pour l'investisseur CDC, le mécanisme de rehaussement permettant d'assurer un bon rating est indispensable.

Le mécanisme proposé d'introduction de tranches subordonnées apporte de la souplesse et crée un effet de levier. Il serait toutefois utile de voir selon quelles modalités la création d'une dette subordonnée contingente, c'est-à-dire n'ayant vocation à être levée qu'en cas de besoin, pourrait améliorer encore le mécanisme en réduisant son impact sur le coût de financement du projet.

En revanche, la CDC n'est pas en mesure, à ce stade, d'assurer le rehaussement, ou de participer à un tel mécanisme. En effet, ses différents métiers financiers ne souhaitent pas participer à la garantie des « Project Bonds », activité qui s'apparente à celle de réassureur et qui ne correspond pas à leur mandat.

5. *Quel rating minimum serait suffisant pour attirer les investisseurs ?*

Pour la CDC, le rating minimum devrait être « A ».

Il est probable que ce rating soit aussi celui recherché par la plupart des investisseurs institutionnels. En effet, les « Project Bonds » sont des produits qui, pour ces derniers, viendraient en concurrence avec les placements en Obligations Assimilables du Trésor (OAT), obligations de grandes entreprises (*Corporate Bonds*) ou *Covered Bonds*.

6. *Quel niveau de rehaussement serait nécessaire pour obtenir ce rating ?*

Cette question nécessite une bonne compréhension des méthodes et modèles utilisés par les agences de notation.

Aujourd'hui, un projet donné trouve des ressources en *equity* à moyen terme notamment via les fonds d'infrastructures qui amènent naturellement la dette projet à un niveau de l'ordre de « BB+ ». Les modèles utilisés par les agences de *rating* comme Moody's¹, montrent que 20 % de subordination supplémentaire ne pourrait amener la dette senior d'un projet pris individuellement au dessus d'un niveau « BBB », pour des raisons d'absence de diversification sectorielle et géographique.

Il paraîtrait ainsi beaucoup plus efficace que la Commission apporte un rehaussement au financement de portefeuilles de projets diversifiés. Ce rehaussement de 20 % permettrait alors à ces portefeuilles de se refinancer sur le marché, suivant la granularité et la qualité des lignes en portefeuille, à des niveaux pouvant atteindre « AA- », accédant ainsi au cœur de la liquidité des portefeuilles des institutionnels.

Le pays d'origine du projet a aussi une importance considérable. La « note pays » peut en effet, constituer un obstacle infranchissable à la bonne notation du projet. L'analyse d'un projet en Grèce sera très différente de celle d'un projet similaire aux Pays Bas.

7. *Quel impact pourrait avoir l'initiative sur les coûts et les maturités ?*

¹ Simulation de rating par l'utilisation du CD ROM Moody's version 2.6 mai 2010.

L'initiative pourrait permettre de favoriser les financements longs de projets d'infrastructure. Le mécanisme de « Project Bonds » doit donc avant tout jouer sur la maturité des financements offerts. Plus généralement, plus longue sera la maturité recherchée, meilleure devra être la notation.

Les hypothèses sur le niveau de notation obtenu après rehaussement seront déterminantes pour évaluer l'impact sur les maturités. En tout état de cause, si celui-ci est inférieur ou égal à « BBB+ », l'impact sur la maturité sera minime. Il commencera à être vraiment significatif au niveau de « AA- » .

De même, les hypothèses sur le coût de la garantie devraient aussi être faites pour mesurer l'impact final sur le coût de financement du projet.

8. Est-il essentiel qu'une seule entité soit le *Controlling Creditor* ?

Il ne paraît ni nécessaire, ni souhaitable, que la BEI, au regard de ses capacités limitées, soit systématiquement le *Controlling Creditor* pour tous les projets rehaussés par la Commission. Son rôle pourrait être centré sur les projets transnationaux ou de grandes tailles unitaires. Des entités séparées pourraient être habilitées pour cette fonction s'agissant de projets nationaux.

La Commission pourrait s'appuyer sur la BEI pour centraliser l'information et harmoniser les méthodes mises en œuvre par les différents *Controlling Creditors*.

Commentaires additionnels

La CDC considère que trois principaux éléments, absents de la consultation sur les « Project Bonds », pourraient être utilement analysés par la Commission européenne avant toute décision politique sur la mise en place d'un éventuel mécanisme de financement de projets européens:

1. La consultation « Project Bonds » devrait être complétée par une analyse plus poussée sur les points suivants :
 - a. Une étude de marché des besoins de financement par taille de projet, par région, par secteur (énergie, transport, NTIC, énergies renouvelables etc.), mais également par type d'infrastructure (i.e brownfield ou greenfield) et par nature de produit (en *equity* et en dette), serait très utile afin de proposer un outil réellement adapté aux besoins du marché.
 - b. Dans l'hypothèse où les résultats de la présente consultation seraient encourageants, la Commission devrait conduire une étude de marché auprès d'un large panel d'investisseurs institutionnels de taille et d'horizon divers (au sein de l'Union européenne et en dehors) sur la base d'une présentation précise et chiffrée d'instruments types. La CDC pourrait contribuer à la partie française de cet exercice.
2. Pour être efficace, le mécanisme de « Project Bonds » devrait prendre en considération les modalités suivantes :
 - viser un maximum de « standardisation » des émissions, afin de faciliter leur analyse, leur transparence et la liquidité des titres;
 - favoriser des lignes de financement de taille unitaire significative;
 - maximiser l'efficacité des efforts financiers consentis par la Commission ;
 - optimiser le niveau du rating dont on a vu qu'il conditionne le coût du financement, sa maturité, mais surtout les montants des investissements potentiels chez les institutionnels ;
 - préciser le niveau de capitalisation des projets, et donc de la structure d'ensemble de leur passif. Qui apporte l'*equity*, avec quel levier ? Plus le levier sera faible, moins la Commission européenne/ou la BEI auront besoin de mobiliser des ressources en garantie ;

- envisager des critères stricts de sélection des projets ;
- garantir un juste équilibre entre grands et petits projets financés. Les projets de taille moyenne et petite constituent un gisement de croissance à ne pas écarter. Ils sont en effet souvent plus faciles à mobiliser et donc avec un retour plus rapide au niveau économique. Une solution pourrait être de déléguer à des institutions financières nationales – éventuellement regroupées pour des projets transfrontaliers –, dotées d'une bonne connaissance de terrain, la mission de sélection des projets nationaux. L'intervention de la BEI pourrait alors se concentrer sur les grands projets européens transnationaux.

3. L'opportunité d'explorer d'autres possibilités de mécanismes de financement de projets.

Une évaluation des options envisageables au niveau européen pourrait s'appuyer sur les orientations suivantes :

A. *Un organisme de financement européen*

Cette structure, inspirée de l'expérience française de la Caisse Nationale des Autoroutes (CNA), pourrait financer directement les projets et se refinancer auprès des investisseurs en bénéficiant de garanties publiques communautaires. Ce mécanisme apporterait les avantages suivants :

- une structure simple et transparente bénéficiant de la garantie de la Commission européenne et /ou la BEI ;
- des émissions d'obligations uniformisées, créant un marché actif de ces titres liquide ;
- une mutualisation des risques entre les projets réalisée par cette structure de financement ;
- un besoin d'analyse du risque projet cantonné à cette structure.

Plusieurs organismes de ce type pourraient être créés par secteur d'infrastructures ou bien au contraire, un organisme unique.

B. *Création d'un assureur crédit monoline public*

Ce mécanisme est le pendant hors bilan du projet précédent. Bien que n'apportant pas le même effet de levier (1 € de garantie publique ne générant qu' 1 € de financement), il serait néanmoins sûrement plus sécurisant pour les projets en risque trafic et pourrait faire émerger un marché d'obligations projets européennes rehaussées, mieux notées que « A » et ainsi, plus faciles à placer auprès des investisseurs.

La mutualisation des risques chez le *monoline* entraîne par ailleurs un besoin de capital (la contribution de la Commission) très réduit.

Les avantages communs de ce mécanisme avec le projet d'organisme européen de financement seraient notamment :

- la réduction des besoins d'analyse chez les investisseurs ;
- et l'annulation du « *spread pays* » des projets financés ou garantis.

Rappelons à cet égard que lors de la crise financière de 2008, les *monolines* n'ont jamais pâti de leur activité projet mais de leur diversification hasardeuse dans les *Asset-backed Securities* (ABS) et autres *Collateralized Debt Obligations* (CDO).

C. *Favoriser la création de Fonds de Financement d'Infrastructures (FFI) bénéficiant du mécanisme de garantie décrit dans la Consultation*

Comme indiqué à la question 6 de la Consultation, 20€ de rehaussement d'un portefeuille diversifié de 100 € de « Project Bonds » BB- pourrât ramener son financement au niveau « AA- ». C'est bien le mécanisme implicite que l'on retrouve dans les projets « publics » d'organisme européen de financement et de *monoline* européen présentés ci-dessus.

Leur « version privée » consisterait à apporter la garantie de la Commission aux obligations émises par des fonds d'investissement privés diversifiés et détenant uniquement des dettes de projets éligibles. Il pourrait aussi consister à contre-garantir en première perte des *monolines* privés, qui seraient les pendants hors bilan des fonds d'investissement diversifiés.

D. *Réorienter le mécanisme de « Project Bonds »*

Il s'agirait de concentrer le recours au mécanisme de « Project Bonds » sur la phase post-construction des projets d'infrastructures (ou de « ramp up » pour des projets en risque de trafic) pour laquelle l'offre de financements longs fait défaut. Ceci permettrait de focaliser le financement bancaire sur son domaine de pertinence (court et moyen terme) et réserverait l'appui public européen à la partie où le marché fait le plus défaut (financement long).