

LE FINANCEMENT DES INFRASTRUCTURES : LE RÔLE DES INVESTISSEURS FINANCIERS

MICHEL CREMIEUX*

Les collectivités publiques, Etats, Régions ou agglomérations ont la responsabilité du développement et de la qualité des services publics collectifs de nature industrielle et commerciale tels que les transports collectifs, la distribution et le traitement de l'eau, des énergies, des télécommunications. Elles ont à ce titre la charge de concevoir et de mettre en œuvre les infrastructures qui servent de supports à ces services. Les conditions de cette mise en œuvre ont beaucoup varié dans l'histoire moderne, oscillant entre maîtrise d'ouvrage publique et privée, gestion directe et délégation. Mais les dix dernières années ont vu, dans le monde entier, un glissement massif vers la délégation, le financement privé. Cette évolution s'est imposée pour deux raisons : d'une part la disproportion croissante entre les capacités budgétaires des collectivités et les besoins d'infrastructures nécessaires au développement économique, d'autre part la nécessité de faire payer des services publics de plus en plus différenciés par catégorie de clientèle au moins pour partie par les usagers, et non plus seulement par les contribuables.

Les montages juridico-financiers qualifiés de financements de projets sont une catégorie des délégations de services. Ils se caractérisent par l'existence d'une structure *ad hoc*, porteuse de la relation contractuelle par laquelle la collectivité publique délègue le développement et l'exploitation d'un service public industriel et commercial, et qui assumera seule (ou presque) les risques et périls du service public qui lui est confié, avec les moyens techniques et financiers qui lui seront apportés par ses actionnaires, ses banquiers et ses prestataires. La société *ad hoc* assumera seule ces risques, en ce sens que la collectivité ou les usagers du service n'auront de recours que contre elle-même et non (ou de manière très limitée) contre ses actionnaires. Les banquiers, en particulier, seront

* Directeur général de CDC - Projets - Groupe Caisse des dépôts.

amenés à faire à la société concessionnaire des prêts sans recours ou à recours limité. D'où l'importance de la capitalisation de la société comme élément central de sécurité et de pérennité de la structure.

Depuis dix ans, la véritable explosion du volume des projets d'infrastructures financés dans le cadre de financements de projets s'est traduite par la mobilisation de montants considérables de fonds propres dépassant les capacités des opérateurs industriels, constructeurs et exploitants. Ceci a donné lieu à l'apparition sur la scène du financement de projets, d'un nouvel acteur, l'investisseur financier en fonds propres.

Après avoir rappelé la dynamique actuelle du financement de projets, le rôle qu'y jouent constructeurs, exploitants et banquiers, il nous paraît opportun de faire le point sur la place que prend désormais ce nouvel intervenant.

LE MARCHÉ DU FINANCEMENT DE PROJETS

Le financement de projets et plus généralement la concession, ont une histoire ancienne, notamment en France et en Grande-Bretagne. Mais l'implication directe croissante des collectivités publiques dans le financement, la construction et l'exploitation des infrastructures depuis la Première guerre mondiale, l'avait pratiquement fait disparaître.

Le volume d'activité

8

Le redémarrage du financement de projets a lieu en 1960 et, en quatre décennies, il se développe de manière fulgurante :

- en 1960, il est pour l'essentiel pratiqué aux Etats-Unis pour le financement, non pas d'infrastructures et de services publics, mais de l'exploration pétrolière et gazière ;
- dans les années 70, ce mode de financement s'étend aux pays occidentaux et aux grands projets industriels (chimie, raffinage) et ainsi qu'aux infrastructures ; c'est à cet époque qu'en France, les premières concessions autoroutières sont confiées à Cofiroute et à la Sanef ;
- dans les années 90, le financement de projets connaît une extension foudroyante dans les pays émergents pour le financement des infrastructures, puis dans l'ensemble du monde dans le cadre du grand mouvement de privatisation et de destruction des monopoles de services publics dans les pays occidentaux ; selon la revue *Project Finance International* (PFI) qui tient une statistique détaillée de l'activité de financement de projets dans le monde, le financement de projets représentait pour les banques :
 - 10 milliards de dollars environ de dettes structurées en 1990,
 - 75 milliards de dollars en 1997.

Bien que l'on ne dispose pas de statistiques précises pour les derniers mois, il est vraisemblable que la crise asiatique, puis la crise russe, enfin les inquiétudes générées plus récemment par la situation brésilienne ont donné

un coup d'arrêt à ce développement fulgurant. Cependant, les besoins solvables d'infrastructures, notamment dans les domaines des télécommunications et de l'énergie restent suffisamment importants et les possibilités de recours aux financements publics trop contraints par les politiques de rigueur adoptées un peu partout, pour qu'on puisse envisager plus qu'un ralentissement conjoncturel de ce mode d'intervention.

La répartition sectorielle

La répartition sectorielle de l'activité de financement de projets fait la part belle à l'énergie puisqu'en 1997, toujours selon les statistiques de PFI, elle se présentait comme suit en pourcentage des financements apportés :

• production d'électricité	25 %
• production, raffinage, transport d'hydrocarbures	36 %
• télécommunications	28 %
• infrastructures de transport	7 %
• divers	4 %

Il est clair que les crises financières régionales de cette dernière année ont conduit les pouvoirs publics de nombreux pays à reporter la réalisation des infrastructures les plus lourdes, dont la rentabilité est la plus différée, celles que les usagers sont le moins disposés à payer en période de récession, c'est-à-dire les infrastructures de transport. Par contre, le montage en financement de projets d'investissements de téléphonie fixe ou mobile, de réseaux câblés ne semble pas avoir connu de ralentissement sensible.

9

La répartition géographique

Comme on le voit dans le tableau ci-dessous, la répartition géographique constatée en 1997 traduit deux évolutions majeures depuis dix ans : d'une part une croissance continue de la part des pays émergents, d'autre part le rôle moteur de la Grande-Bretagne qui a systématisé le recours au financement privé d'une grande diversité de services publics qui, dans la plupart des autres pays occidentaux, restent gérés en direct par les pouvoirs publics.

• Europe + USA	35 %
Grande-Bretagne	13 %
Etats-Unis	7 %
France	4 %
• Autres	65 %
dont notamment :	
Asie	25 %
Moyen-Orient, Afrique	11 %
Europe de l'Est	8 %
Amérique Latine	13 %

Là encore, les évolutions récentes devraient modifier ces équilibres, et se traduire par un ralentissement de l'activité dans les pays émergents, et notamment en Asie.

LES ACTEURS TRADITIONNELS DU FINANCEMENT DE PROJETS

Faute de disposer d'un adossement à une grande entreprise ou à une collectivité susceptible d'assumer les grands risques de son activité, la société concessionnaire est amenée à bâtir un agencement complexe des compétences et des responsabilités de plusieurs partenaires qui vont contribuer à la réalisation du service en prenant chacun sa part de risques, de sorte que l'ensemble soit capable de résister aux aléas de la construction et de l'exploitation des infrastructures déléguées.

La mise au point de cet agencement est à chaque fois une dure négociation où chaque partenaire de la société concessionnaire cherche à tirer le maximum d'activité et de profit pour un minimum de risques, la somme des profits répartis étant égale au profit engendré par le service concédé et pas plus, la somme des risques assumés étant égale au risque de la société concessionnaire et pas moins.

Dans ces jeux de rôles, on peut préciser les profils-types des principaux acteurs :

10

Les constructeurs

Les entreprises de travaux publics sont, dans de nombreux projets d'infrastructure lourde, les principaux promoteurs des concessions. Dans le domaine autoroutier, par exemple, elles dominent très largement. Les entreprises françaises sont parmi les plus actives, avec les entreprises espagnoles très présentes, notamment en Amérique Latine :

Compagnie (1)	Base nationale	Concessions signées	Offres remises
Dragados FCC (2)	Espagne	17	31
Ferrovial Agroman	Espagne	8	17
Kumagai Gami	Japon	8	2
Bouygues	France	5	15
GTM	France	5	9

(1) Source : PWF. Ce tableau a une signification limitée dans la mesure où la taille des projets varie beaucoup. Il donne néanmoins une indication d'activité.

(2) L'éclatement du pôle Dragados FCC est trop récent pour que l'on dispose d'une répartition entre les deux entités à nouveau séparées.

C'est beaucoup moins fréquemment le cas dans le secteur de l'environnement, de l'énergie ou même des télécommunications où, comme on le verra ci-dessous, les exploitants jouent un rôle plus souvent moteur dans le montage des concessions.

Le fait de savoir qui assure le *leadership* des concessions n'est pas indifférent. En effet, le constructeur de l'infrastructure a pour intérêt premier de réaliser les travaux, de se les faire payer en dégageant sa marge ; dans bien des cas, la qualité du service qui sera rendu grâce à l'infrastructure, la pérennité de ce service ainsi que l'équilibre financier de la concession est, dans la plupart des cas, un critère second. Dans nombre de concessions, on a en outre reproché au constructeur d'avoir introduit dans son coût de travaux sa participation au capital de la société concessionnaire, de sorte que la perte éventuelle de celles-ci ne constitue pas pour lui un préjudice trop grave. Une telle attitude peut conduire les promoteurs à sous-capitaliser les sociétés concessionnaires et à surestimer les prévisions de recettes censées assurer l'équilibre financier à long terme de celles-ci.

On peut citer des exemples inverses tels que celui de Cofiroute, principale société française privée concessionnaire d'autoroutes, dont les plus importantes sociétés de travaux publics françaises, sont les actionnaires et retirent en dividendes des sommes bien plus substantielles que leurs marges sur travaux, les conduisant à mieux équilibrer leurs responsabilités de concessionnaire et de constructeur.

Les exploitants de l'infrastructure

Dans le domaine de l'environnement, les promoteurs industriels des projets sont plus souvent des grandes sociétés d'exploitation, parmi lesquelles Suez-Lyonnaise et Vivendi tiennent une place de premier plan, alors que le secteur de l'énergie connaît des promoteurs beaucoup plus diversifiés (fournisseurs de centrales, exploitants, ingénieries clés en main, investisseurs financiers purs...) parmi lesquels les sociétés de production d'électricité anglaises privatisées au début des années 90 jouent un rôle *leader*.

Dans le cas des infrastructures de transport, les exploitants sont rarement les *leaders* des consortiums concessionnaires ; l'exploitation est réalisée, soit par une équipe *ad hoc* créée au sein de la société concessionnaire, soit confiée par marché de long terme à un prestataire ayant développé une expérience forte de la régulation du trafic, de la gestion des péages de plus en plus sophistiqués que requiert la demande (péages électroniques avec ou sans barrière, etc.). Là encore, les entreprises françaises bénéficient d'une place de choix et d'une avance technologique (Egis et Cofiroute).

A la différence parfois du constructeur, le prestataire de l'exploitation a un intérêt évident à la pérennité de la concession. En outre, plus il est impliqué dans le capital de la société concessionnaire, plus les intérêts de la société concessionnaire et de l'exploitant convergent.

Les banquiers

Le financement de projets est une des activités de prêt parmi les plus risquées, puisque les prêteurs partagent le risque de réussite ou d'échec

des projets. Dans ces conditions, le rôle du banquier est double : d'une part s'assurer de la qualité du projet et de sa robustesse par rapport aux aléas, d'autre part mobiliser les financements nécessaires, sachant que l'arrangeur financier d'un projet n'a vocation à prêter sur ses ressources propres qu'une partie limitée des besoins. L'objet du présent article n'est pas de décrire en détail les mille et une solutions auxquelles l'arrangeur peut recourir pour mobiliser ce financement (organisation d'une syndication de banques prêteuses, placement privé de titres sur le marché financier, appel à des investisseurs en quasi fonds propres, montages en *leasing* fiscal sur les matériels et équipements...). Les banques les plus actives en financements de projets sont celles qui ont cette double compétence de structuration des financements et de mobilisation de ceux-ci. Dans ce double rôle, les banques françaises, malgré leur taille, se défendent de manière remarquable. Ainsi, dans le classement PFI 1997, sur les vingt-cinq premières banques classées par le montant des crédits « arrangés », on trouve cinq banques françaises. En outre, plusieurs banques ou établissements financiers, dont la Caisse des dépôts, se développent très rapidement sur ce métier. Le repli des banques japonaises, la rétraction du marché financier américain touché par la crise des *hedge funds* devraient conforter la position des banques françaises et européennes.

12

Dans un montage en financement de projets, la préoccupation majeure des prêteurs est dans l'ordre, premièrement de récupérer le principal de leur prêt, deuxièmement de réaliser leur marge. Et pour ce faire, les banquiers retiennent deux démarches : d'une part, s'assurer que la société concessionnaire est à même de garder son équilibre financier, même si certains aléas défavorables se réalisent, d'où le travail très lourd d'expertise portant sur tous les risques économiques, techniques, financiers, juridiques des projets menés par les banques avant de prêter à des concessions d'infrastructures ; d'autre part, demander des garanties, la première d'entre elles et la plus courante étant l'existence d'un capital suffisant pour encaisser en premier feu les conséquences financières d'éventuels dérapages des projets. Mais s'ajoutent à cette première sécurité les différentes formes de garanties que peuvent apporter par exemple les organismes d'assurance-crédit. Le critère majeur du banquier est le ratio de couverture de la dette, calculé annuellement, sur la durée des prêts ou sur la durée de la concession.

La société concessionnaire face à ses partenaires

Bien d'autres partenaires concourent au montage d'un financement de projets (ingénierie, assureurs ou assureurs-crédits, et surtout les institutions financières multilatérales dont on ne parlera pas ici, mais qui ont été les pionnières et les initiatrices du financement de projets dans l'ensemble des pays émergents, etc.).

La société concessionnaire, parce qu'elle assure la maîtrise d'ouvrage des travaux et de l'exploitation, porte tous les risques de la concession et les répartit. Elle a la charge de rentabiliser au mieux son capital et se bat en conséquence sur deux fronts :

- face au concédant de manière à obtenir des garanties, des subventions, des rémunérations de celui-ci, à minimiser les risques que celui-ci veut lui transférer et c'est tout l'objet de la négociation du contrat de concession ;
- face à ses prestataires, constructeurs, exploitants et banquiers avec lesquels elle tente d'établir des contrats adossés (*back to back*) au contrat de concession, de sorte que tous les risques de construction et d'exploitation délégués par le concédant soient reportés intégralement respectivement sur le constructeur et l'exploitant. Elle garde cependant à son niveau, l'essentiel des risques financiers (risques de taux, de change, d'inflation), une large part des risques commerciaux et dans la plupart des cas tous les risques de maintenance et de renouvellement à long terme.

Lorsque, dans un financement de projets, la maîtrise d'ouvrage est faible, lorsqu'elle n'est pas suffisamment autonome par rapport à ses partenaires contractuels, l'expérience montre que les projets, bien souvent, ne marchent pas.

LES INVESTISSEURS EN FONDS PROPRES

13

C'est dans ce contexte que se présente l'investisseur financier, l'investisseur que l'on qualifie de pur, non pas parce qu'il est plus moral que les autres, mais parce que son intérêt est purement et simplement la rentabilité du capital de la société concessionnaire, donc la réussite de celle-ci, sans biais ni effet pervers.

Sauf dans les quelques cas où les promoteurs industriels des projets disposent de capacités financières exceptionnelles (c'est le cas actuellement d'EDF ou de Suez-Lyonnaise par exemple), ceux-ci ne peuvent faire face aux exigences de capitalisation des sociétés concessionnaires. Les investisseurs purement financiers interviennent alors pour partager avec eux les mises de fonds propres nécessaires, et donc les risques et les profits futurs des concessions.

Il existe cependant différentes sortes d'investisseurs financiers, dont le poids dans la société concessionnaire varie fortement :

- d'un côté, les « petits porteurs » d'actions de la société concessionnaire qui auront investi à l'occasion de son introduction en Bourse ;
- de l'autre, les investisseurs institutionnels susceptibles de prendre directement, ou à travers des fonds d'investissements, une part active au développement et à la gestion des projets en prenant des participations significatives en fonds propres ou quasi fonds propres (dette mezzanine) dans les sociétés concessionnaires. Il arrive même de plus en plus

fréquemment que certains investisseurs financiers importants ne se contentent pas d'être « à la remorque » des promoteurs industriels ou de leur servir de soutien et constituent eux-mêmes des sociétés concessionnaires sans constructeurs ni exploitants, réduisant ceux-ci au rang de simples prestataires.

L'appel public à l'épargne

La plupart des grands projets d'infrastructure réalisés au XIX^{ème} siècle ont été financés par appel à la souscription d'actions dans le public. Mais ce mode de mobilisation des fonds propres avait quelque peu disparu jusqu'à ces dernières années. Eurotunnel a marqué un tournant dans cette évolution. Pour la première fois en France depuis le Canal de Panama, les épargnants ont été mobilisés pour financer un projet hors du commun par sa taille, par son caractère innovant sur le plan technique, destiné à rendre un service entièrement nouveau, et devant s'amortir sur le très long terme. Les difficultés rencontrées par le projet ont eu les conséquences radicales que l'on sait sur la valeur boursière de la société. Il n'est pas dans notre objet d'analyser ces difficultés, mais de mettre en évidence les deux principales limites de l'appel au petit épargnant pour ce type de projets :

- premièrement, dès que les projets sont trop innovants, trop uniques dans leur genre, les épargnants ne sont pas en mesure d'évaluer le risque que prend la société concessionnaire qu'ils financent et se sentent trompés le jour où des difficultés se présentent ;

- deuxièmement, des milliers de petits épargnants ne constituent pas une maîtrise d'ouvrage forte, capable de mener ou même de soutenir une politique ferme de pilotage d'un tel projet face au puissant cartel des constructeurs d'une part, aux exigences du concédant de l'autre (exigences de la commission de sécurité par exemple).

C'est à un stade différent que l'ouverture du capital des sociétés concessionnaires au public peut être envisagée avec profit : lorsque les travaux de réalisation de l'infrastructure sont terminés, que le service est assuré, les trafics établis, et pour une part limitée du capital de la société de manière à conserver une direction responsable. L'ouverture en Bourse de sociétés de projets d'infrastructure exercée dans les conditions précédentes (quelquefois même avant la fin des travaux) est ainsi devenue fréquente, notamment en Asie du Sud-Est ou en Australie et a permis de consolider la base de fonds propres des projets et de favoriser la liquidité des investissements effectués par les investisseurs initiaux. Les fluctuations importantes des Bourses asiatiques ont donné momentanément un coup d'arrêt à ce type de démarche.

Les investisseurs institutionnels

Les compagnies d'assurances, les fonds de pension et plus généralement les investisseurs institutionnels sont restés à l'écart de tout

engagement en fonds propres dans des financements de projets d'infrastructure, du fait de contraintes réglementaires ou du fait du constat de l'absence de compétences en leur sein leur permettant de maîtriser les risques de la démarche. Les plus gros investisseurs de ce type sont des structures initialement liées à de grands fournisseurs d'équipement ou de services tels que GE Capital issu de General Electric, dont l'activité s'est largement autonomisée par rapport à celle de son entreprise mère, ou d'AT&T Capital, Edison Capital, etc.

En France où les investisseurs de long terme susceptibles d'intervenir sur ce marché du financement de projets sont rares, la Caisse des dépôts a pris l'initiative d'un tel développement depuis 1995. Intervenant en fonds propres sur des projets diversifiés, elle est aujourd'hui l'actionnaire financier de référence de plusieurs infrastructures de transport telles que l'autoroute anglaise M40 qui joint Londres à Birmingham par Oxford, deux des trois autoroutes à péage hongroises, investisseur également dans la société du Tunnel Prado-Carénage à Marseille, ou dans des infrastructures environnementales (usine d'incinération de déchets de Pau).

L'intervention des investisseurs institutionnels, et notamment de la Caisse des dépôts, a également pris la forme d'un engagement dans des fonds d'investissement en infrastructure.

Les fonds d'investissement

15

Les fonds d'investissement en infrastructure sont des structures généralement *off shore* créées par deux ou trois promoteurs industriels ou financiers. Ceux-ci vont faire appel à des investisseurs passifs pour compléter leur mise propre et mettre en place une société de gestion entièrement sous leur contrôle et composée de professionnels confirmés du financement de projets. Cette société de gestion aura pour objet d'identifier, d'expertiser, de proposer aux promoteurs, puis de gérer un certain nombre d'investissements sur des projets bien diversifiés sur une zone ou dans un secteur donné. La rentabilité globale du portefeuille d'investissement remonte aux investisseurs, déduction faite des rémunérations et du *success fee* dont bénéficiera la société de gestion, et à travers elle, les promoteurs. L'intérêt de ce type de fonds est triple :

- ils constituent entre les promoteurs un partenariat récurrent, moins coûteux qu'une suite d'alliances ponctuelles à négocier au cas par cas ;
- ils permettent en particulier de créer à frais partagés une équipe de financement de projets pérenne que chaque promoteur ne serait pas toujours prêt à prendre en charge seul ;
- ils assurent une diversification et une mutualisation des risques des projets : sur dix ou quinze projets, si l'un a des difficultés, l'impact sur la rentabilité globale reste limitée ;
- ils autorisent des investissements d'un montant que l'un des promoteurs ne pourrait peut-être pas assumer seul ; or, un investissement d'un

montant significatif dans un grand projet permet de s'assurer une meilleure position de contrôle ;

- enfin, parce qu'ils mutualisent les risques d'un nombre suffisant de projets, ils constituent eux-mêmes des structures moins risquées, dont les actions sont plus liquides, susceptibles dans certains cas d'introduction en Bourse.

Les fonds d'investissement de ce type se sont multipliés sur le marché de l'Asie du Sud-Est à partir de 1995. Ils ont ensuite essaimé en Amérique Latine, en Europe de l'Est et dans les pays industrialisés. On peut en citer quelques uns :

- les fonds développés par AIG sont le fruit de la rencontre au début des années 90, entre la compagnie d'assurances américaine née à Canton en 1919 et revenant sur ses marchés d'origine, et une équipe de financements de projets (EMP) constituée d'anciens dirigeants de la Banque Mondiale et de sa filiale d'investissements privés la SFI, menés par l'ancien Premier ministre du Pakistan, M. Qureshi. Après avoir investi totalement un premier fonds de 1,2 milliards de dollars entre 1995 et 1997 sur les infrastructures, AIG, avec l'appui d'EMP a créé un deuxième fonds asiatique de 1,7 milliard de dollars en cours de chargement, puis sur le même modèle, des fonds sur l'Amérique Latine, et envisage aujourd'hui un fonds sur l'Europe de l'Est de 1 milliard de dollars et un fonds africain de 400 millions de dollars. Au total, les fonds pilotés par AIG représentent 6 milliards de dollars. Animés dans chaque cas par de hautes personnalités du monde politique ou financier, ces fonds par leur taille sont à même de jouer un rôle majeur dans la structuration des projets qui les intéressent, voire dans la mise en œuvre des politiques d'infrastructure des pays où ils interviennent ;

- le fonds créé en Asie par Suez-Lyonnaise, d'un montant de 1 milliard de dollars est bâti sur un schéma un peu différent : détenu majoritairement par Suez-Lyonnaise, il bénéficie du droit exclusif de financer tous les projets d'eau et d'assainissement de ce groupe dans la région, le contrôle du fonds et de ses investissements étant équilibré entre le promoteur et ses partenaires financiers. D'autres grands opérateurs ou fournisseurs de grands équipements ont ainsi créé des fonds qui leur permettent de collecter de l'épargne, d'économiser leurs fonds propres et de déconsolider leurs investissements sans perdre le contrôle de l'exploitation industrielle des concessions financées ;

- le fonds AMI (Asian Mezzanine Infrastructure Fund) créé par la Caisse des dépôts et le Crédit Lyonnais : c'est un fonds structuré de la même manière que les précédents, réunissant des investisseurs japonais (Mitsui Trust), américain (Teachers Fund), la SFI et les deux promoteurs initiaux. Il a pour objet d'investir principalement en « dette mezzanine » sur des projets d'infrastructures en Asie du Sud-Est.

Né après le début de la crise financière asiatique, il s'engage pour partie sur des projets généralement conçus avant la crise, qui restent viables dans les conditions économiques d'après-crise, mais dont la base de fonds propres a besoin d'être renforcée. Son équipe de gestion, basée à Singapour et constituée pour l'essentiel de cadres issus des équipes de financement de projets du Crédit Lyonnais et de la Caisse des dépôts apporte au fonds la présence locale et les relais qui lui sont nécessaires.

Par leur présence, les investisseurs financiers permettent que des investissements très lourds soient réalisés ; conjointement avec les promoteurs industriels et quelquefois avec les banquiers, ils composent le capital de la société concessionnaire. S'ils sont suffisamment forts, ils deviennent les garants de l'équilibre des pouvoirs entre les partenaires et de l'existence d'une véritable maîtrise d'ouvrage indépendante et respectée.

L'agencement des partenaires dans les montages en financement de projets est une opération lourde, complexe. Elle est nécessairement conflictuelle et le conflit, en l'occurrence, est particulièrement productif. Car il apporte la garantie d'une ou de plusieurs expertises contradictoires sur tous les aspects des projets : dans les projets de transport, le concédant fait son étude de trafic, chaque consortium en concurrence pour obtenir la concession fera la sienne, les banques et les investisseurs de chaque consortium en feront la contre-expertise. Ce luxe d'études sur un même sujet, l'analyse des écarts, des contradictions entre experts, sont une garantie forte qu'on se trompera un peu moins que dans les montages en maîtrise d'ouvrage publique où la seule étude initiale, dans bien des cas, restera la référence. C'est un avantage décisif et l'investisseur financier, dont l'intérêt premier est la pérennité de la concession sur le long terme, est un acteur essentiel du débat contradictoire.

17

La présence de l'investisseur financier est d'autant plus nécessaire désormais que les infrastructures les plus lourdes doivent être aujourd'hui conçues dans la perspective d'un développement durable. Qu'il s'agisse des grandes infrastructures de transport qui restent à réaliser telles qu'en France le tunnel Lyon-Turin, les TGV Est ou Rhin-Rhône, ou des grands programmes d'adaptation de nos pays aux exigences d'une écologie moderne, tels que le « ferroulage », le défi est de financer des investissements qui s'amortiront en cinquante ans ou plus. Les Etats, « maîtres des horloges » et garants du long terme, sont en fait soumis à des contraintes budgétaires qui conduisent à reculer indéfiniment l'engagement de ces projets. Or pour financer le développement durable, il faut des financements durables. Les investisseurs de long terme, ceux qui déjà prennent le risque d'investir en fonds propres sur les projets avec une rentabilité différée recherchent aujourd'hui les solutions qui permettront de répondre aux besoins des générations futures.

ANNEXE

L'INVESTISSEMENT EN FONDS PROPRES :
ENJEUX, RENTABILITÉ

Le financement initial des infrastructures est assuré par des fonds propres et des prêts, dans des proportions et à des coûts qui varient fortement en fonction des risques assumés directement par la société concessionnaire et non reportables sur le concédant ou les prestataires :

- risques techniques : les risques de construction et d'exploitation (surcoût, délai), sont généralement faibles car reportés sur les prestataires. Par contre, les risques de maintenance lourde et de renouvellement, sont presque toujours assumés en totalité par la société concessionnaire, sauf dans le cas de la production d'électricité et de traitement de déchets où il est fréquent que l'exploitant assure la pérennité de l'infrastructure moyennant prime annuelle d'un montant fixé au départ ;

- risques commerciaux : ce sont évidemment les principaux risques des concessions d'infrastructure ; ils sont quelquefois partagés avec la collectivité concédante et quelquefois avec l'exploitant dont dépend la qualité du service ;

- risques financiers : les risques de taux, de change, d'inflation peuvent être bordés partiellement par des *swaps* de taux ou par des garanties contractuelles, enfin par d'éventuels ajustements des tarifs du service en fonction d'une référence en monnaie forte ;

- risques juridiques, fiscaux et politiques : souvent peu quantifiables, ces risques sont plus généralement limités par des clauses contractuelles de compensation en cas de changement non dûs au concessionnaire, ou dans le cas du risque politique par des assurances (Coface...)

L'expérience montre que les banques ne dépassent pas un certain niveau du couple risque/rentabilité, considérant que le relais doit être pris par les investisseurs en fonds propres.

Dans les projets d'infrastructures d'Europe de l'Ouest, des Etats-Unis, d'Australie ou du Canada, les projets sont souvent peu capitalisés, les montants de fonds propres requis variant généralement de 10 à 25 % selon le pays, le type de projets et la nature des risques pris. En dehors de ces zones de stabilité et de croissance régulière, les ratios de fonds propres atteignent fréquemment des niveaux de 40 à 50 %.

Ainsi, les fonds propres investis dans les projets d'infrastructures montés en financement de projets représentent plusieurs dizaines de milliards de dollars. Les investisseurs financiers en prennent une part croissante.