

Pro BTP et l'ERAFP échangent sur la dette subordonnée d'infrastructures

23.06.16

« Pourquoi la dette subordonnée d'infrastructures devient de plus en plus attrayante pour les investisseurs institutionnels ? », telle était la question posée lors des Rencontres Dates Invest, qui se sont tenues le 9 juin au XXII, à Paris. Ont participé à ces échanges Emma Haight-Cheng et Andrew Jones, respectivement directrice général d'AMP Capital Londres et directeur exécutif d'AMP Capital Sydney, Catherine Vialonga, directrice des investissements de l'ERAFP, Frédéric Sadaca, responsable de la gestion overlay de Pro BTP, Aymeric Paul, associé au sein d'Access Capital Partners et Antoine Sarailler, avocat associé au sein du cabinet Dechert. Le débat a été animé par Philippe Sabbah, senior advisor chez DC Placement Advisors, société de placement dédiée à l'accompagnement de gérants de fonds alternatifs dans leurs levées de capitaux auprès d'investisseurs institutionnels.

Le débat s'est ouvert sur l'opportunité pour les investisseurs institutionnels d'envisager la dette subordonnée d'infrastructures dans le cadre d'une diversification de leurs portefeuilles. « Dans la quête de rendement, cette classe d'actifs peut représenter un élément de réponse », a indiqué Andrew Jones. A ce titre, Frédéric Sadaca a expliqué que Pro BTP avait commencé à investir dans la dette d'infrastructures il y a 3 ans. « Notre objectif est de détenir 4% sur la classe d'actifs infrastructure au sein de notre allocation, a-t-il poursuivi. Nous avons investi, au total, 400 millions d'euros. » De son côté, l'ERAFP demeure plus prudent. « Nous ne sommes qu'au début de notre diversification dans la classe d'actifs infrastructure, a précisé Catherine Vialonga. Nous avons déjà sélectionné quelques fonds ouverts à plusieurs investisseurs et avons un appel d'offres en cours afin de sélectionner 2 sociétés de gestion pour gérer deux fonds de fonds dédiés, l'un investi en private equity et l'autre dans l'infrastructure. Ce dernier pourra notamment acheter des fonds de dette d'infrastructure. La question rendement/risque reste au centre de nos préoccupations ». Catherine Vialonga a ensuite rappelé que les critères ISR s'avéraient primordiaux dans la politique d'investissement de l'ERAFP. « AMP Capital cible essentiellement des investissements dans des structures à destination du grand public, a répondu Andrew Jones. Notre deuxième fonds de dette d'infrastructures, qui s'élève à 1,1 milliard de dollars US, est investi à 40% dans le secteur des énergies renouvelables. » Access Capital Partners, qui gère un peu plus de 700 millions d'euros en infrastructure, a mis en place en 2013 une équipe dédiée. « Nous privilégions les fonds d'infrastructure investissant en equity, a détaillé Aymeric Paul. Mais nous investissons également en direct et pouvons considérer dans ce cadre des investissements en dette junior. Ce type de dette est intéressant pour les investisseurs à la recherche d'un rendement plus élevé que la dette senior avec une volatilité inférieure à celle d'un investissement en equity. »

Capter la prime d'illiquidité

Les investisseurs ont ensuite évoqué le fait que la dette subordonnée d'infrastructures était décorrélée des autres classes d'actifs. « Avec ce type de placement, nous tentons de capter la prime d'illiquidité, a développé Frédéric Sadaca. L'equity infrastructure s'assimile à du private equity en termes de risque. » Autre avantage évoqué : la dette d'infrastructures présente généralement une probabilité de défaut inférieure à celle des obligations d'entreprises correspondantes. « De plus, les taux de recouvrement s'avèrent supérieurs aux autres classes d'actifs », a ajouté Andrew Jones.



En ce qui concerne la différence entre la dette senior et la dette subordonnée, les intervenants ont estimé qu'elle se situait essentiellement au niveau du rendement. « La dette senior se rapproche du fixed income, avec des rendements avoisinant les 200 bp, a estimé Frédéric Sadaca. Certes, la performance n'est pas impressionnante, mais celle-ci demeure stable. ». Pro BTP a investi, il y a 6 mois, dans la dette mezzanine. « Les rendements proposés sont très attractifs sur ce marché actuellement, a-t-il complété. Le moment est opportun pour investir ».

L'Eiopa a accepté, fin 2015, d'assouplir le traitement prudentiel de la dette d'infrastructures sous Solvabilité II. « La charge en capital se situe aujourd'hui autour de 30% pour un investissement en equity en infrastructure, rappelle Aymeric Paul. L'impact de cette réduction de la charge en capital sur l'appétit des sociétés d'assurances pour ce type d'investissement n'est pas encore totalement quantifiable. » AMP Capital a évoqué un accroissement de la demande. « Aujourd'hui, à peu près 95% de nos investisseurs sont des fonds de pension et des compagnies d'assurance, explique Emma Haight-Cheng. Ces institutions sont notamment attirées par l'attractivité de nos fonds en matière de gestion actif/passif et par le ratio de

solvabilité de 16,22% sous Solvabilité II proposé par « IDF III », le troisième fonds que nous lançons. »

Quel est le véhicule idéal ?

Après avoir rappelé la diversité des réglementations régissant les différentes catégories d'institutionnels français, la directrice générale d'AMP Capital Londres a indiqué que le défi pour proposer un véhicule idéal aux acteurs français demeurerait important. « C'est un élément clef dans la promotion de l'infrastructure sur le marché français, a-t-elle souligné. Le véhicule actuel, SCSP, société en commandite spéciale convient au plupart des investisseurs français, notamment. » Les intervenants ont estimé que la Société Libre de Partenariat (SLP), nouveau véhicule d'investissement issu de la loi Macron I, pouvait être une autre alternative au véhicule existant. Antoine Serailier a déclaré que l'implémentation de Solvency II a permis aux investisseurs de se focaliser plus sur les actifs sous-jacents que sur le véhicule d'investissement. Il a ajouté que la norme FIA a ouvert des nouvelles perspectives aux gestionnaires de fonds étrangers. A l'occasion d'un investissement dans un fonds infrastructure equity il y a 2 mois, Pro BTP a, pour la première fois, opté pour un véhicule SLP. « Néanmoins, nous sommes toujours très à l'aise avec les FCT et les FPCI », a ajouté Frédéric Sadaca. La réflexion de l'ERAFP est en cours sur la nature juridique du véhicule de tête des fonds dédiés. « Le choix n'est pas fait à ce stade, toutefois, l'ERAFP s'orientera très certainement vers un véhicule de droit français du type FPS ou FPCI », a confirmé Catherine Vialonga, qui a précisé que l'ERAFP n'était pas soumis à Solvency II ni à la régulation du code des assurances mais à une réglementation *sui generis*. De manière générale, les investisseurs institutionnels présents lors de la table ronde ont indiqué se sentir plus à l'aise avec des véhicules de droit français.

Pour son troisième fonds, AMP Capital vise une taille cible de 2 milliards de dollars US. « Nous essayons de trouver des solutions prudentes et réfléchies pour nos investisseurs afin de leur garantir un très haut niveau de protection contre d'éventuels risques, a affirmé Andrew Jones. Grâce à son expérience importante, l'équipe de gestion a la capacité de s'adapter et d'identifier des bonnes opportunités. » La société de gestion s'attache à investir dans des structures proposant un service qu'elle considère « essentiel » à la population et non soumis à la concurrence. « Nous privilégions des investissements défensifs, a fait savoir Emma Haight-Cheng. Notre stratégie est prudente car l'objectif premier est d'obtenir des cash flows bien visibles et stables. AMP Capital cible des actifs sans défaut ». Les taux de rendement attendus se situent autour de 10% brut.