

kaum eine Möglichkeit, die Anlagen kurzfristig zu veräussern. Sie sind somit als «Buy & Hold»-Anlagen zu betrachten. Bewertungskorrekturen, die über die Jahre auftreten werden, sollten in einem gut diversifizierten Portfolio ausgesessen werden können. Erfahrungsgemäss ist dies in einer Krise umso einfacher, je moderater der investierte Betrag ist.

Das spricht allgemein für eine bedachte Wahl der strategischen Quote für Infrastrukturanlagen. Dies gilt insbesondere für Pensionskassen, bei denen die Handelbarkeit der Anlagen eine grössere Rolle spielt, beispielsweise bei Pensionskassen mit abnehmendem Vorsorgekapital. Erfolgt kein rechtzeitiger Abbau der Infrastrukturanlagen, steigt ihr relativer

Anteil am Gesamtvermögen stetig an, ohne dass dies explizit gewollt ist. Zudem sollten die Bandbreiten dieser Illiquidität Rechnung tragen und entsprechend grosszügig gewählt werden. Ist dies nicht der Fall, liegen regelmässig Verletzungen des Anlagereglements vor und/oder werden gar unerwünschte Transaktionen ausgelöst. ■

La mise en œuvre de placements en infrastructures

Ne pas s'engager à la légère

La classe d'actifs des infrastructures devient de plus en plus présente dans l'univers des caisses de pensions. Mais les caisses de pensions devraient prendre le temps de se préparer soigneusement à un tel investissement plutôt que de «sauter sur une occasion unique».

L'idée paraît excellente: les caisses de pensions prennent une participation dans des projets d'infrastructure à la place d'un Etat ou conjointement avec lui et profitent ainsi de placements de longue durée avec une demande stable et peu de compétition.

Il existe sans doute des projets intéressants du point de vue à la fois du contenu et financier. Cependant, il serait faux de faire automatiquement l'équation entre un grand besoin de capitaux à un moment donné et des rendements attractifs pour les investisseurs, surtout compte tenu des risques. Il y a déjà eu des phases d'engouement pour des infrastructures telles que les chemins de fer au 19^e siècle et les lignes aériennes au 20^e siècle et les investisseurs en sont sortis assez déçus. Le petit guide de l'investissement en infrastructures qui est proposé aux caisses de pensions dans le présent article aborde certains points critiques dont il convient de tenir compte lorsqu'on veut investir dans les infrastructures.

Tous les portefeuilles contiennent déjà des infrastructures

L'investissement en infrastructures n'est pas un phénomène nouveau: le 3 juillet 1884, date à laquelle l'indice Dow

Jones fut calculé pour la première fois, neuf sur les onze entreprises cotées étaient des compagnies de chemins de fer. Et sur les environ 1600 entreprises aujourd'hui regroupées dans le MSCI World, 145 ont une activité dans le secteur des infrastructures, parmi elles des opérateurs de réseaux d'électricité et de gaz (National Grid), des autoroutes à péages (Transurban) des réseaux de fibres optiques (Level 3 Communications) et des hôpitaux (Hospital Corporation of America). La capitalisation de ces quatre entreprises réunies représente plus de 100 mias de francs. Au total, la capitalisation d'un indice d'infrastructures avoisine la somme de 2500 mias de francs. Dans un portefeuille d'actions global indiciel prenant l'indice MSCI Monde pour référence, la part des placements en infrastructures s'élève à environ 8%.

En plus de cela, les caisses de pensions peuvent aussi investir dans les obligations d'entreprises opérant dans le secteur des infrastructures et beaucoup d'investisseurs le font déjà: dans l'indice «Barclay Global Aggregate» sont compris à peu près 2400 emprunts d'entreprises des secteurs de la communication, de l'énergie et de l'approvisionnement (soit environ 4% de l'ensemble de l'indice). Le

marché suisse met également à disposition les emprunts d'entreprises d'infrastructure dont l'opératrice suisse du réseau de transport Swissgrid, la Deutsche Bahn Finance ou l'aéroport de Paris. Mais le volume d'émission de ces trois exemples cités est relativement faible puisqu'il tourne autour de 4 mias de francs.

Parce que beaucoup d'investisseurs ont déjà un engagement en infrastructures, un premier pas devra consister à vérifier quelle est la proportion de tels placements dans le portefeuille. Si on vise une proportion plus élevée, on pourrait pondérer davantage ces secteurs partiels des marchés obligataires et d'actions ou s'engager dans la voie des placements en infrastructures non cotés.

En bref

- > Des clarifications minutieuses sont nécessaires avant un placement en infrastructures
- > Les investisseurs doivent tenir compte du fait que de nombreux placements en infrastructures sont peu liquides

Prévoir du temps pour approfondir la question

A l'art. 53 OPP 2, les placements en infrastructures sont assimilés aux placements alternatifs. Ils doivent s'effectuer sous la forme de placements collectifs

diversifiés. Cette prescription ne vise pas les investissements dans les actions cotées ou les emprunts d'usines électriques, mais les engagements non cotés en bourse. En prescrivant cette forme de placement, on a voulu tenir compte du fait que les placements non cotés étaient généralement des formes de placement complexes, peu transparentes, peu liquides et demandant un suivi intensif. Cela signifie évidemment aussi que les exigences montent pour les investisseurs qui veulent comprendre leurs placements.

Les organes responsables devraient être conscients des chances et des risques attachés aux projets d'infrastructure sous-tendant de tels placements et aussi connaître les risques spécifiques du pool concerné (risques complémentaires imputables à un véhicule de placement, co-investissement ou «club deals»). Pour les placements en infrastructures qui sont des investissements au long cours nécessitant beaucoup de capital, une divergence d'intérêts des parties engagées peut avoir des conséquences particulièrement négatives et il est d'autant plus important de concevoir les contrats avec beaucoup de soin et de les surveiller de près. De quelle manière est par exemple réglée la sortie d'un investisseur individuel? Quels seront les droits de participa-

tion à une modification des directives de placement si le capital tiers engagé venait à changer? L'information sur les coûts est-elle transparente?

Les organes décisionnels sont vivement encouragés à se poser ce genre de questions critiques et si nécessaire, à se former en matière de placements en infrastructures. Une expérience antérieure en matière de placements de type private equity ou immobilier étranger pourra également être utile, étant donné que les formes juridiques se recoupent dans la plupart des cas, comme par exemple pour les limited partnerships.

Quant aux engagements en infrastructures eux-mêmes, ils peuvent présenter des risques de placement hautement complexes selon le projet, puisqu'il faudra tenir compte des risques de marché, des risques de projet et de réalisation, des risques de management, des relations contractuelles souvent très compliquées, des concessions et des processus décisionnels politiques. Dans les projets où l'on investit aux côtés d'entreprises publiques/étatiques, l'Etat conserve souvent la souveraineté régulatrice. Compte tenu de la longue durée de vie des installations, il faudra donc s'interroger sur les régulations et les courants politiques existants et aussi intégrer dans son évaluation d'autres paramètres importants.

Il faudrait prendre le temps de préparer un tel placement soigneusement et les investisseurs ne devraient en aucun cas céder à la tentation de «sauter sur une occasion unique». Enfin, une documentation soignée du processus décisionnel est vivement conseillée.

Bien réfléchir à la quote-part

Les placements en infrastructures non cotés en bourse ne disposent que d'une faible liquidité. Le portefeuille devra se construire sur une période prolongée et une vente des placements à courte échéance ne sera guère possible. C'est pourquoi il faudra considérer qu'il s'agit de placements «buy & hold». Un portefeuille bien diversifié devrait pouvoir supporter les corrections de valeur qui interviendront au fil des ans. L'expérience montre que ce sera d'autant plus facile en temps de crise que les montants investis sont modestes.

Ce qui nous amène à dire qu'il faut bien réfléchir à la quote-part stratégique que l'on voudra allouer aux placements en in-

frastructures, en particulier dans le cas d'une caisse de pensions où la négociabilité des placements joue un rôle assez important, par exemple parce que le capital de prévoyance est en régression. Si le désengagement ne se fait pas à temps, la part relative sur l'ensemble de la fortune va monter progressivement sans que ce ne soit explicitement voulu. De plus, les marges de manœuvre devraient être suffisamment généreuses pour tenir compte du manque de liquidité. Si ce n'est pas le cas, on enfreindra régulièrement le règlement de placement et/ou des transactions indésirables seront déclenchées. ■

Andreas Reichlin
Oliver Kunkel

Processus interne dans la caisse de pensions

- Formation des organes décisionnels en matière de placements en infrastructures: caractérisation, rendement et risques, faisabilité (disponibilité de produits), formes juridiques et risques y liés, liquidité et transparence, coûts.
- Analyse et évaluation des répercussions d'un placement en infrastructures sur l'ensemble du portefeuille: profil de rendement/risque, liquidité, transparence, coûts (par exemple dans le cadre d'une étude de congruence).
- Décision de l'organe suprême (définition de la quote-part stratégique) et remaniement du règlement de placement s'il n'existe pas de classe d'actifs «produits alternatifs» ou infrastructures.
- Sélection de gérants de fortune adéquats par une procédure d'appel d'offres transparente et dans des conditions concurrentielles.
- Mise en place d'un processus pour la surveillance adéquate du placement en infrastructures à tous les niveaux.