

Un outil au service du financement privé des infrastructures : les fonds d'investissement

La plupart des gouvernements et des organismes de financement internationaux reconnaissent que l'apport de capitaux privés doit constituer un élément essentiel du financement des investissements en infrastructures. C'est un marché mondial qui a toutes chances de connaître une croissance forte et soutenue. Si l'appoint que constitue le capital apporté par ces fonds de financement est considéré comme coûteux, leur développement est toutefois trop récent pour pouvoir se prononcer sur leur adéquation aux besoins et sur leurs performances.

**par Jean-Pierre Djian
Suez-Lyonnaise des Eaux**

Nés il y a un peu moins d'une dizaine d'années, les fonds d'investissement en infrastructures jouent un rôle non négligeable, mais pas toujours bien connu, dans la mobilisation de fonds privés à risque,

au bénéfice du développement d'ouvrages et de services qui, pour la plupart, ont été traditionnellement de la responsabilité de la puissance publique, et qui constituent un des éléments essentiels d'une croissance soutenable - pour employer un terme maintenant consacré - dans les pays développés aussi bien que dans les pays émergents. En même temps, ils constituent, pour les grands investisseurs institutionnels, une nouvelle classe d'actifs, dont le couple risque/rentabilité peut paraître attractif. On passera rapidement en revue ci-dessous, le champ d'intervention de ces instruments, leur genèse, leur mode opératoire, leur organisation, ainsi que les objectifs de leurs promoteurs et de leurs actionnaires. Sera ensuite traité, en détail, le cas des fonds créés par le groupe Suez-Lyonnaise des Eaux pour accompagner ses investissements, respectivement en Asie et en Amérique latine ; ce sera l'occasion de développer l'ensemble de ces différents aspects.

Le champ d'intervention

L'usage a consacré, dans le domaine qui nous occupe, l'emploi du terme infrastructures pour désigner les services de base, indispensables à l'exercice de toute activité humaine et économique, dans le contexte du monde contemporain. C'est-à-dire que sont également regroupés sous ce vocable ce que les Anglo-saxons avaient coutume de nommer « utilities ». Plus spécifiquement, le champ couvert englobe en général :

- les transports (tous modes confondus) ;

- l'énergie électrique (production, transport et distribution), et gazière (hors production) ;
- les services liés à l'environnement (production et distribution d'eau, traitement des déchets) ;
- les télécommunications.

La logique de cette définition n'est pas évidente; et d'ailleurs les frontières en sont floues : par exemple, et pour les besoins de la cause, on en exclut parfois les télécommunications, ou on y inclut certaines industries de base telles qu'industries extractives, cimenteries... Il n'en reste pas moins que sous la forme énoncée, toutes ces activités présentent une caractéristique commune : elles dépassent la simple construction d'ouvrages ou d'équipements, incluent toutes une notion de service qui relève de ce que nous nommons en France « services publics », et font toutes appel à des ressources du domaine public. Enfin, quoi que l'on pense de leur mode d'organisation, elles réclament toutes une certaine forme d'intervention de l'Etat.

Or c'est bien de ces caractéristiques que découle l'originalité de l'activité des investisseurs privés en infrastructures et donc des fonds correspondants. Cette activité s'est beaucoup développée dans les années récentes, pour des raisons qu'il suffit de rappeler brièvement : la capacité supposée des opérateurs privés à gérer des services marchands, qu'ils soient ou non publics, plus efficacement que la puissance publique, et, surtout, le fossé grandissant entre les possibilités publiques de financement et les besoins d'investissement. A ce propos, beaucoup de chiffres sont régulièrement énoncés. On connaît les estimations de la Banque mondiale qui évaluent à plu-

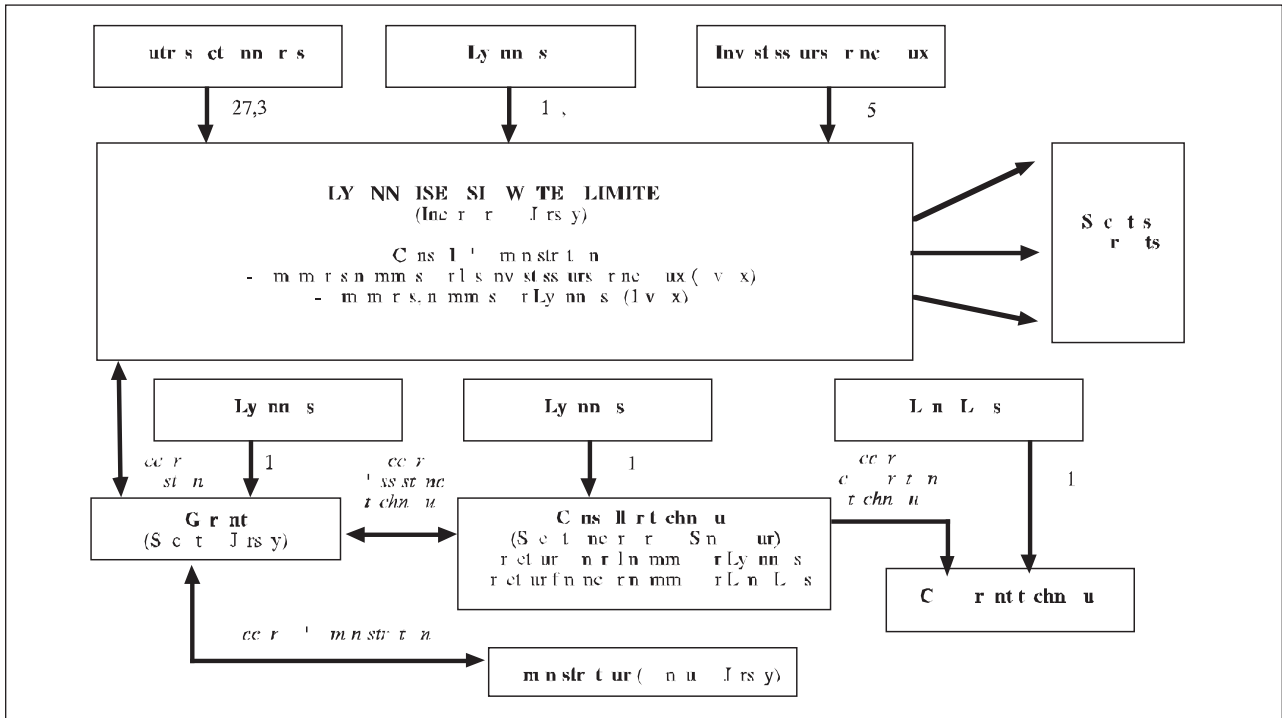


Diagramme d'organisation de Lyonnaise Asia Water Limited

sieurs dizaines de milliards de dollars par an les besoins des pays émergents en ce domaine, simplement pour satisfaire à la demande minimale de leur population et ne pas entraver leur développement économique. Les besoins des pays développés sont au moins aussi importants, bien que pour des raisons différentes, notamment le vieillissement des infrastructures et l'évolution de la demande et de la technologie. Il est difficile de déterminer avec précision ce que recouvrent, en réalité, ces chiffres. Il est probable qu'en proportion non négligeable, ils correspondent à des investissements dispersés, dépenses d'entretien et de réhabilitation, desserte de populations rurales, etc., que seule la puissance publique est en mesure d'assumer. Il n'en reste pas moins que la

plupart des gouvernements et des organismes de financement internationaux reconnaissent désormais que l'apport de capitaux privés doit constituer un élément essentiel, et dans certains cas prédominant, du financement des investissements en infrastructures.

La genèse des fonds

L'existence - ou plutôt la prise de conscience - d'une demande croissante a donc créé un marché du financement privé des infrastructures, marché dont on a dit qu'il est malaisé d'évaluer l'ampleur, du fait notamment du caractère diffus et de l'insolvabilité d'une partie de cette demande. Le bilan des opérations réalisées n'en représente d'ailleurs probablement qu'une fraction mineure. Mais ce marché n'existe aussi que parce, depuis le milieu des années 80, on a constaté une disponibilité de plus en plus grande des capitaux privés à s'investir dans ce secteur, ce qui n'est d'ailleurs qu'un retour aux grandes heures de la création des premières infrastructures modernes (distribution d'eau, d'énergie, chemins de fer, canaux...)

dans la deuxième moitié du dix-neuvième siècle, toutes nées de l'initiative privée. Un grand nombre d'opérateurs spécialisés se sont développés à l'échelle mondiale, le plus souvent à partir d'une ancienne base domes-

tique, telles que les compagnies électriques et gazières américaines ou européennes (Enron, Edison, Tractebel, Endesa...), les grandes compagnies d'eau françaises et, plus récemment, britanniques (Générale des Eaux, Lyonnaise des Eaux, Thames Water...), les opérateurs mondiaux de télécommunications et les institutions multilatérales, les agences de crédit-export et les banques commerciales ont mis en place des équipes spécialisées, contribuant ainsi à l'émergence d'un nouveau métier.

Schématiquement, les opérations de financement privé d'infrastructures, de par leur nature, sont organisées autour de sociétés ad hoc, titulaires d'un contrat, d'une concession (on dit parfois en France délégation de service public), ou d'une licence et placées sous le contrôle d'une instance de régulation implicite ou explicite. Elles sont, pour la plupart, financées selon la technique dite de financement de projet qui organise un certain partage des risques propres à l'opération, entre actionnaires, prêteurs et autorité publique. Les ressources qui leur sont affectées proviennent pour l'essentiel (mis à part quelques rares cas de subventions publiques) :

- d'emprunts gagés principalement sur les *cash-flows* futurs de l'opération, et qui peuvent prendre différentes formes : crédits bancaires, émissions obligataires, crédit-export, placement privé... ;

- des apports en capital effectués par les actionnaires de la société de projet.

Le plus généralement, on trouve parmi ces actionnaires un (ou plusieurs) opérateur spécialisé qui, le plus souvent, est aussi le promoteur ou sponsor de l'opération, des investisseurs locaux, qui peuvent y trouver un intérêt industriel, et des investisseurs internationaux purement financiers. C'est à ce dernier titre qu'interviennent les investisseurs institutionnels réunis au sein des fonds d'investissement en infrastructures.

Les premiers fonds structurés d'investissement en infrastructures ont vu le jour aux Etats-Unis, il y a environ une dizaine d'années, et sont nés de l'initiative, soit de certains opérateurs, soit d'institutionnels eux-mêmes. Limités au départ à un domaine spécifique (les premiers fonds correspondent à l'émergence du secteur de la production indépendante d'électricité), ils se sont progressivement diversifiés, tant au point de vue sectoriel que géographique, notamment lorsque l'explosion des grands projets d'infrastructure dans les pays d'Asie, puis d'Amérique latine s'est conjuguée dans ces pays avec l'ouverture au concept de financement et de gestion privés.

La logique du développement de ces fonds et de leur attrait pour les sponsors et les investisseurs institutionnels est, d'une certaine manière, relativement aisée à établir. On peut d'ailleurs leur trouver une certaine ressemblance avec les fonds de *venture capital* plus anciens, si ce n'est que ces derniers présentent un profil de risque et, donc, une espérance de rentabilité plus élevés, de même qu'un horizon d'investissement plus réduit. Les fonds d'investissement dédiés au secteur des télécommunications constituent une sorte de transition entre les deux types de fonds.

Il existe un marché du financement privé d'infrastructures et ce marché a toutes chances de connaître une croissance forte et soutenue. C'est un marché mondial.

Les investisseurs « industriels » ont des ressources par nature limitées, mais ce sont des acteurs indispensables sur ce marché et ils sont très sollicités. D'un

Les opérations d'investissement sont, pour la plupart, financées selon la technique dite de financement de projet qui organise un certain partage des risques propres à l'opération, entre actionnaires, prêteurs et autorité publique

autre côté, les grandes institutions (notamment, mais pas seulement, les principaux fonds de pension américains) disposent de ressources abondantes investies largement en placements à faible rendement, surtout depuis la baisse généralisée des taux d'intérêts. Investir une petite partie de ces ressources dans des opérations à risque mesuré et non spéculatives, peut être considéré comme un acte de bonne gestion.

Pour peu qu'un certain nombre de conditions soient remplies, les opérations d'infrastructure présentent une visibilité élevée et, donc, un risque limité. Elles répondent à des besoins essentiels et, à des degrés divers suivant les secteurs, la demande est aisément prévisible. Elles sont peu sensibles aux effets de mode, et, sauf exception, peu dépendantes des changements technologiques. Leur espérance de rentabilité est cependant égale ou supérieure à celle d'investissements industriels. D'autre part, il s'agit d'investissements de long terme, qui génèrent des *cash-flows* régulièrement croissants et largement prévisibles. Il s'agit là d'une caractéristique normalement appréciée d'institutions comme les compagnies d'assurances ou les fonds de pension, qui ont elles-mêmes à faire face à des engagements fermes et de long terme.

Les investisseurs institutionnels interviennent couramment et directement dans des opérations de financement privé d'infrastructures en tant que prêteurs, en souscrivant à des émissions publiques ou privées. Cependant, nous traitons ici d'investissements en capital qui demandent une toute autre approche. Il ne suffit plus de se référer à une notation d'agence de *rating*. Il faut être en mesure de sélectionner les

opérations, d'en apprécier pour son propre compte les risques et la viabilité financière sans référence à une cotation de marché, de participer à certaines décisions de gestion etc.. Tout ceci demande une organisation spécialisée, que peu d'institutions souhaitent développer pour leur compte. Les fonds d'investissement constituent ainsi une réponse mutualisée à leur volonté d'en répartir la charge.

Mode d'organisation

Les fonds d'investissement en infrastructures, réunissent donc principalement de grandes institutions financières, désireuses de diversifier leur portefeuille. On trouve aussi parfois parmi leurs membres des opérateurs spécialisés ; il s'agit alors, dans la plupart des cas, de fonds dédiés dont nous dirons quelques mots ultérieurement, et dont les fonds Suez-Lyonnaise constituent un bon exemple. Ces institutions peuvent être :

- des compagnies d'assurances ;
- des fonds de pension ;
- des banques commerciales ;
- des compagnies financières (GE Capital est par exemple très active dans ce domaine) ;
- des institutions gouvernementales, telles que la Société d'investissement du gouvernement de Singapour ;
- des organisations multilatérales de développement, telles que la Société financière Internationale, filiale de la Banque mondiale, la Banque asiatique de développement ou la BERD.

A l'exception des deux dernières catégories, et de quelques banques européennes, la plupart de ces institutions sont américaines. En matière de mode d'organisation, la grande majorité des fonds existants (comme d'ailleurs beaucoup d'autres types de fonds) a adopté le statut de « *limited partnership* » (LP), de type américain, généralement localisé dans ce qu'il est convenu de nommer un « paradis fiscal » (souvent les Bermudes ou les Bahamas). Ce statut se prête bien à l'activité d'investissement, compte tenu de la législation fiscale américaine, puisqu'il permet d'éviter la double imposition, notamment sur les plus-values, et que d'autre part, malgré sa

transparence, le *partnership* confère à ses membres une responsabilité limitée à hauteur de leur apport en capital.

L'entité juridique détentrice des participations dans les sociétés de projet financées étant donc le LP, l'organisation comporte également un « *General Partner* » (GP), indéfiniment responsable, mais qui n'a lui-même aucune activité d'investissement (sauf au travers parfois d'une participation minoritaire et indépendante dans le LP). Le GP, presque toujours une émanation du ou des initiateurs du fonds - les sponsors - joue en fait le rôle d'expert et de gestionnaire pour le compte de celui-ci. Il dispose d'une équipe de spécialistes du secteur et de la région concernés (ingénieurs, économistes...), qui ont pour mission de nouer des relations avec les opérateurs et les donneurs d'ordres, d'identifier et d'évaluer les projets, de négocier les prises de participation et les désinvestissements, et d'assurer la représentation du LP dans les conseils d'administration des sociétés de projet. Le GP agit sur mandat, dont il doit rendre compte aux organes de gestion du LP. Il n'assume aucune obligation de résultat et sa rémunération est généralement assurée par la perception d'un *management fee*, dont l'assiette est constituée de tout ou partie des éléments suivants : le capital total du fonds, les sommes effectivement investies et le taux de rentabilité des investissements réalisés.

Les modalités de fonctionnement des fonds sont régies par leurs statuts et les accords d'actionnaires. Ceux-ci sont de formes assez similaires, dans la mesure où ils reflètent les objectifs des institutions membres, eux-mêmes toujours voisins à quelques variantes près : les organisations multilatérales ont, par exemple, un objectif spécifique de catalyseurs de développement, et les horizons d'investissement ne sont pas forcément identiques. Les objectifs principaux peuvent être résumés comme suit :

- la diversification des risques et leur contrôle au travers, notamment, d'une capacité d'intervention dans le choix des investissements ;
- la rentabilité globale des fonds investis envisagée comme la somme actuali-

sée des dividendes perçus des sociétés de projet et des espérances de plus-values en capital ;

- la fixation d'une durée maximale des engagements souscrits et de l'immobilisation des fonds investis, assortie de modalités claires de liquidation.

Nous verrons ci-dessous plus précisément comment ces objectifs sont établis et transcrits, sur l'exemple des fonds Suez-Lyonnaise des Eaux. Ceux-ci fournissent une assez bonne représentation de la manière dont sont créés et fonctionnent les fonds d'investissement en infrastructures. Comme précisé ci-dessus, il s'agit toutefois de fonds dédiés, c'est-à-dire organisés autour d'un sponsor industriel, et uniquement investis dans des opérations gérées par ce sponsor. Ceci introduit quelques différences, qui seront signalées au passage, avec les fonds diversifiés.

Quelques données sur les fonds existants

Ces données sont très partielles, dans la mesure où il est extrêmement difficile

d'isoler dans les publications spécialisées ou les bases de données existantes, les éléments spécifiques aux fonds d'infra-

structures à proprement parler.

On peut estimer qu'il existe aujourd'hui plusieurs dizaines de fonds d'infrastructures, dont la taille peut varier de 50 millions à près de 2 milliards de dollars, et dont le nombre continue de s'accroître. Leur capacité totale d'investissement pourrait être évaluée grossièrement à une cinquantaine de milliards de dollars, ce qui, compte tenu de leur participation moyenne (habituellement entre 10 et 40 %) dans les opérations finan-

cées et des effets de levier obtenus par endettement, leur donnerait une possibilité théorique d'intervention sur des projets totalisant environ 500 milliards de dollars. On voit donc que leur apport est loin d'être négligeable, même comparé à l'étendue des besoins ou aux capacités de financement des grands opérateurs industriels.

On dénombre plusieurs catégories de fonds, en allant du particulier au général :

- les fonds organisés autour d'un sponsor industriel et dédiés à leur activité ;
- les fonds sectoriels, en particulier dans les domaines de l'énergie et des télécommunications ;
- les fonds diversifiés, mais consacrés à un seul pays (Australie, Inde, Chine...);
- les fonds diversifiés régionaux dont les plus nombreux sont aujourd'hui consacrés à l'Asie.

C'est dans cette dernière catégorie que l'on trouve les fonds les plus importants en termes de capitaux mobilisables. Les fonds initiés par AIG, un des pionniers en ce domaine et l'un des plus importants sponsors, en constituent une illustration, en termes de répartition régionale et sectorielle des investissements.

On peut estimer qu'il existe aujourd'hui plusieurs dizaines de fonds d'infrastructures, dont la taille peut varier de 50 millions à près de 2 milliards de dollars, et dont le nombre continue de s'accroître

AIG et son conseiller en investissement EMP gèrent aujourd'hui 3 fonds dont 2 consacrés à l'Asie

et 1 à l'Amérique latine. Un autre fonds dédié à l'Europe centrale et orientale a été récemment partiellement clôturé, et un fonds africain est en voie de constitution.

Le tableau I, ci-dessus, montre comment sont répartis les capitaux mobilisés.

Le tableau II, ci-après, présente les secteurs dans lesquels portent les investissements déjà engagés (pourcentages globaux pour les fonds opérationnels).

TABLEAU I
Répartition des capitaux des fonds gérés par AIG (en millions de dollars)

Asie	2 800
Amérique latine	1 000
Europe	600 (puis 1 000)
Afrique	500 (objectif)

Historique et processus de création des fonds Suez-Lyonnaise des Eaux

Le premier fonds a été créé en 1995, consacré aux opérations menées par le groupe dans le secteur de l'eau en Asie, et baptisé Lyonnaise Asia Water Ltd (LAWL). Premier du genre, il a été précédé d'une longue période de gestation, et c'est de lui qu'il sera question essentiellement par la suite. Le second fonds, créé en 1998 et dédié également au secteur de l'eau, mais en Amérique latine s'en inspire directement tant du point de vue de sa structure que de ses modalités de fonctionnement. Le groupe devait alors répondre aux questions suivantes :

- quelle est la logique de la création d'un tel instrument ?
- quels sont ses objectifs ?
- quel doit être son champ d'intervention sectoriel (recouvrant tous les domaines d'activité du groupe en matière d'infrastructures, ou un seul d'entre eux et lequel ?) ;
- quel doit être son champ d'activité géographique (mondial ou régional) ?
- quelle doit être sa taille et à quel niveau situer la participation du groupe ?
- comment organiser les relations du groupe avec les autres actionnaires, au double titre d'investisseur dans le fonds et de générateur et principal gestionnaire des opérations ;

- comment gérer les conflits d'intérêts ?
- comment satisfaire aux objectifs généraux des institutions potentiellement intéressées ?

La réponse à la première question était d'emblée relativement claire : le projet de création de LAWL se situait à un moment où la Lyonnaise des Eaux souhaitait trouver une manière d'exercer un effet de levier sur ses ressources en capital pour faire face à l'accélération de la croissance des investissements privés en infrastructures, tout en diversifiant ses risques et en gardant le contrôle de ses opérations. En même temps, cet instrument était perçu comme un moyen d'accroître sa notoriété au sein de la communauté des grands investisseurs institutionnels, et de développer des relations de partenariat avec eux.

Les réponses aux autres questions résultent, pour la plupart, de compromis établis en tenant compte de la position des investisseurs potentiels, au cours de la période de préparation conduite avec le concours de banques conseils (Bankers Trust et Rotschild). Cette préparation, d'une durée d'environ six mois, s'est déroulée selon les étapes suivantes :

- études préalables (analyse prospective du marché, établissement d'un business plan, études juridiques et fiscales, structuration préliminaire) ;
- rédaction d'un premier prospectus de placement et diffusion de ce prospectus auprès d'une large liste d'investisseurs

potentiels (plus d'une centaine), aux Etats-Unis, en Europe et en Asie ;

- *Road-show* auprès des institutions ayant manifesté un intérêt ;
- obtention d'accords de principe et négociations avec les partenaires retenus, d'abord séparément, puis collectivement avec les principaux d'entre eux ;
- rédaction des documents constitutifs finaux et *closing* (en réalité le *closing* s'est déroulé en trois étapes successives pour porter le capital du fonds à son niveau définitif).

Structure, objet et fonctionnement

Les résultats de ce processus sont rapidement résumés ci-dessous, en examinant tout d'abord les réponses apportées aux questions de principe.

En ce qui concerne le champ d'intervention, l'objet statutaire est limité aux opérations d'investissement dans des projets d'eau, dans dix neuf pays d'Asie (l'ensemble des pays d'Asie de l'Est plus le sous-continent indien, à l'exception du Japon et de Singapour, fermés à cette époque aux investissements privés dans ce domaine), et d'Océanie. Les raisons essentielles de cette décision tenaient, d'une part à la préférence des investisseurs pour une définition ciblée de la zone concernée - du fait de leurs règles internes d'allocation de ressources - et d'autre part à ce que la Lyonnaise des Eaux, non encore fusionnée avec Suez, jouissait d'une notoriété supérieure dans le secteur de l'eau où elle occupait déjà la première place mondiale en gestion privée de services urbains, et que l'Asie était alors perçue comme la zone de développement prioritaire.

Pour ce qui est du capital souscrit, le capital de LAWL, comme celui de tous les fonds d'investissement en infrastructures, est souscrit sous forme d'engagements irrévocables de ses actionnaires à financer leur quote-part des opérations autorisées au cours d'une période statutaire d'investissement, et n'est libéré qu'en fonction de leur exécution effective. Ce n'est pas, en effet, leur vocation de gérer de la trésorerie. La période d'investissement ayant été fixée

TABLEAU II
Secteurs des investissements des fonds gérés par AIG (en pourcentage)

Transports	29,5
Télécommunication	35,2
Energie	8,5
Eau et environnement	3,9
Industrie et divers	22,9

TABLEAU III
Capital souscrit de LAWL

Suez Lyonnaise des Eaux : 50M (16,66 %)
Compagnies d'assurance : 78M (26,00 %) (AIG - au travers de son propre fonds AAIF-, Allstate, et New York Life)
Fonds de pension : 70M (23,33 %) (Etat du Wisconsin et Fonds de pension national malaisien)
Institutions Gouvernementales : 35M (11,67 %) (Gouvernement de Singapour)
Banques et autres institutions financières : 67M (22,33 %) (Crédit Local de France, Lend Lease of Australia, Bankers Trust...)

à 5 ans, l'analyse du marché et le *business plan* avaient conduit à retenir un objectif moyen de 250 millions de dollars. Le capital définitif a été en réalité arrêté à 300 millions de dollars. Le tableau III, ci-contre, montre comment ce capital a été réparti. Le capital se répartit ainsi à raison de 20 % pour les investisseurs européens, 35 % pour les investisseurs américains et 45 % pour les investisseurs de la zone.

Deux remarques peuvent être faites à propos de la composition de ce capital. La première, c'est que la participation du groupe Suez Lyonnaise des Eaux a été arrêtée à un montant résultant de plusieurs considérations : d'une part, la volonté d'obtenir un effet de levier significatif sur ses propres ressources en capital, d'autre part, le souhait de ne pas trop diluer ses intérêts dans les opérations du fonds, et surtout de manifester un engagement vis-à-vis de ses partenaires, qui renforce leur confiance et justifie le contrôle exercé.

La seconde, c'est que la participation des investisseurs européens et américains est inférieure à ce qui était attendu. D'autre part, alors que la structure initiale était conçue pour accueillir un nombre relativement élevé de « petits » investisseurs (la mise minimale était fixée à 5 millions de dollars), le nombre des actionnaires finaux est en réalité assez réduit, mais leur participation moyenne est beaucoup plus élevée que prévue. Les deux phénomènes sont sans doute liés et tiennent à la méconnaissance du marché et de la nature même de la gestion privée des services d'eau par beaucoup d'institutions, constatée à l'époque. Les investisseurs locaux et quelques grandes institutions très internationalisées et déjà familières du domaine des infrastructures avaient alors une conscience plus grande des perspectives de ce marché.

Pour ce qui est de l'organisation, LAWL a été créée comme une société anonyme classique et non selon le statut habituel de *limited partnership*. L'une des raisons de ce choix est le parti pris, dès l'origine, de privilégier comme mécanisme de sortie des actionnaires, la cotation en Bourse de la société. Elle est enregistrée à Jersey.

Les relations entre Suez Lyonnaise des Eaux et LAWL sont régies par un accord

d'exclusivité. LAWL n'ayant statutairement le droit de n'investir que dans des projets initiés, proposés, et gérés par Suez Lyonnaise des Eaux - et ses actionnaires principaux s'interdisant, de plus, de participer individuellement à des projets concurrents - reçoit en contrepartie l'engagement de lui offrir une participation dans toute nouvelle opération conforme à son objet. La part offerte doit être comprise entre 50 et 100 % de la participation totale du groupe, être acquise aux mêmes conditions et soumise aux mêmes obligations. L'accord d'exclusivité est valable pour une durée de 9 ans, ou selon le cas, de 2 ans à compter de la date de cotation de la société.

La société est dirigée par un conseil d'administration qui dispose des pouvoirs les plus étendus, à l'exception de ceux, habituels, qui sont réservés à l'assemblée générale des actionnaires. Ces pouvoirs ne sont pas délégués (sauf au titre de l'accord d'assistance technique dont il sera question ci-après), LAWL ne disposant en propre d'aucun organe exécutif (ni président ni directeur général) et d'aucun outil opérationnel. Quatre parmi les principaux actionnaires (ayant investi au moins 25 millions de dollars), sont représentés au conseil, où ils disposent chacun d'une voix. Suez-Lyonnaise des Eaux dispose également d'une seule voix, exercée collectivement par quatre administrateurs. Les décisions sont généralement prises à la majorité simple, mais pour certaines d'entre elles (notamment les décisions d'investissement et de désinvestissement), Suez Lyonnaise des Eaux peut exercer un droit de veto, tandis que pour d'autres, la majorité est constituée de sa seule voix.

La gestion courante de la société, de même que la préparation des décisions d'investissement ainsi que sa représentation auprès des sociétés de projet et le suivi de ses participations, sont assurées par une structure ad hoc, indépendante de LAWL, mais liée à elle par un accord d'assistance technique, qui définit notamment les procédures à mettre en œuvre et l'organisation des relations avec le conseil d'administration. Cet accord est indissolublement lié à l'accord d'exclusivité. Cette structure, qui joue en fait un rôle similaire à celui du

General Partner dans un *limited partnership*, est organisée sous forme d'une société anonyme, enregistrée à Singapour, dont le capital est entièrement détenu par Suez Lyonnaise des Eaux, et dont le directeur général, nommé par elle et seulement révocable par décision unanime du conseil, approuvée par l'assemblée générale, assume en réalité les fonctions de « *Chief Executive* » de LAWL. Sa rémunération est composée de plusieurs éléments : le remboursement de ses dépenses réelles dans la limite d'un budget approuvé par le conseil, un pourcentage des fonds effectivement déboursés, et un pourcentage du résultat net consolidé des participations du fonds, sous réserve que celui-ci dépasse un certain seuil. En raison du caractère dédié de LAWL qui implique que la responsabilité de la recherche et de l'identification des projets est assumée directement par Suez Lyonnaise des Eaux, il n'y a pas de rémunération proportionnelle au montant du capital souscrit et les valeurs de ces pourcentages sont fixées à des niveaux sensiblement plus faibles que dans les fonds conventionnels.

Enfin, un des actionnaires principaux est chargé de soumettre systématiquement au conseil un rapport indépendant sur les conflits d'intérêts potentiels qui pourraient naître de la position de Suez-Lyonnaise des Eaux au sein des sociétés de projet, en tant qu'opérateur et parfois constructeur.

Les objectifs généraux des institutions actionnaires énoncés ci-dessus sont reflétés par les dispositions statutaires qui encadrent la politique d'investissement du fonds.

Pour ce qui est de la diversification, l'investissement maximal dans une opération individuelle est limité à 15 % du capital. De plus, les dix neuf pays concernés sont répartis en trois régions : Chine, Asie du Sud-Est, et autres, pour lesquelles des limites globales sont également fixées. Enfin une certaine diversification est aussi recherchée dans la nature des opérations, BOT, concessions ou acquisitions de sociétés existantes.

En ce qui concerne la rentabilité, l'objectif moyen est de 20 %, évalué comme le taux de rentabilité interne

des capitaux investis incluant les dividendes versés par les sociétés de projet et les plus-values en capital.

L'accord d'assistance technique définit précisément le contenu du rapport de recommandation qui doit accompagner toute proposition d'investissement soumise au vote du conseil. La structure d'assistance technique doit notamment analyser, sur la base des informations fournies par Suez Lyonnaise des Eaux et avec le concours

Le développement récent des fonds d'investissement en infrastructures a été très important et très rapide

éventuel de consultants extérieurs :

- les indicateurs de rentabilité (taux de rentabilité interne et temps de retour sur capital prévisionnels) ;

- les facteurs de risque comme le risque politique, les risques macroéconomiques (inflation, stabilité des taux de change, croissance...), l'environnement réglementaire et juridique, les risques propres à l'opération (demande en eau, dépassements de coûts...), les risques de financement, ainsi que la sensibilité des résultats économiques prévisionnels à ces différents paramètres.

Chacune de ces rubriques fait l'objet d'une notation, dont la synthèse permet d'orienter la décision du conseil.

Pour ce qui concerne le mécanisme de sortie, la grande majorité des fonds d'investissements, que ce soit en infrastructures ou dans d'autres domaines, est à durée de vie limitée (souvent dix ans) et inscrit dans les statuts l'obligation de liquidation à l'issue de cette période. Dans ces conditions la sortie des actionnaires est obligatoire et ne peut s'exécuter que par cession séparée, sur un marché organisé ou par transaction privée, de chacune des participations. La philosophie retenue par Suez Lyonnaise des Eaux et les actionnaires de LAWL est un peu différente. Ceux-ci ont, en effet, considéré que la création d'un portefeuille global de participations réparties dans différents pays et en différents types d'opérations - mais toutes centrées sur le seul domaine de l'eau - constituait un élément de survalorisation, par rapport à des participations prises individuellement. C'est pourquoi les statuts de LAWL lui font obligation de rechercher,

à l'issue de la période d'investissements et au moment opportun, sa cotation globale sur un marché boursier, probablement asiatique. Au titre d'incitation supplémentaire, Suez Lyonnaise des Eaux, et à un moindre degré les actionnaires représentés au conseil, ont reçu des options de souscription d'actions dont l'exercice est subordonné à la cotation de la société ou à l'obtention

d'un taux de rentabilité interne égal ou supérieur à 15 %. LAWL a donc une durée de vie indéterminée, et ce n'est que si ses performances ou les conditions de marché ne lui permettent pas de procéder à cette cotation avec succès - au plus tard douze ans après sa constitution - que la liquidation doit être prononcée.

Naissance de nouveaux instruments : les fonds hybrides

La création des fonds d'investissement en infrastructures et leur développement sont trop récents pour pouvoir se prononcer sur leur adéquation aux besoins et sur leurs performances. De plus, pour beaucoup d'entre eux, ces performances ont été atteintes par les différentes crises en pays émergents et, de toute manière, sont difficiles à apprécier dans la mesure où elles sont rarement l'objet de publications. On se contentera donc ici de quelques remarques générales.

Le développement récent des fonds d'investissement en infrastructures a été très important et très rapide. Leur contribution au financement privé des infrastructures est certainement tout à fait significative, non seulement en raison des capitaux directement mobilisés, mais aussi parce qu'ils contribuent à améliorer la connaissance de ce secteur par les institutions financières autres que les banques et, donc, à élargir le cercle des intervenants. Il est d'ailleurs intéressant de noter que les crises récentes ont peu affecté l'appétit des institutions pour l'investissement en capital au travers de fonds, alors que le marché du financement de projets en

dette par ces institutions s'est presque totalement effondré.

Les difficultés sont évidemment les mêmes que celles rencontrées par les investisseurs industriels : trop longue gestation des projets, environnement juridique incertain dans beaucoup de pays, temps de retour sur capital, pertinence des objectifs de rentabilité au regard des risques et de la capacité des usagers à payer le prix des services fournis... S'ajoute, pour les fonds, la question de la prise en compte des engagements contingents d'actionnaires-cautions, garanties fournies aux prêteurs (etc.), presque toujours associés à ces opérations, et que leur nature rend difficile à assumer.

Globalement donc, mais bien entendu avec des nuances selon les domaines d'activité, certains estiment que la disponibilité de capitaux excède les capacités d'investissement offertes par les "bons" projets. Ceci serait d'autant plus vrai que compte tenu des ratios d'endettement habituellement très élevés constatés dans cette activité, l'appoint que constitue le capital apporté par les fonds est considéré comme coûteux, et parfois superflu, par certains promoteurs. Ce dernier jugement nous paraît toutefois devoir être nuancé, dans la mesure où l'investissement en capital assure aux opérations une solidité financière qu'un endettement excessif auprès de banques ou, plus encore, de détenteurs d'obligations peut, au contraire, compromettre. Le véritable problème est en réalité le coût de ce capital. C'est sans doute pourquoi l'on assiste maintenant à la naissance de nouveaux types de fonds hybrides ayant la capacité d'intervenir en dette subordonnée, en financement mezzanine ou, même, en dette senior. Bien qu'offrant une rentabilité moins élevée que les fonds en capital, correspondant à un niveau de risque réduit, ils présentent, du point de vue des institutions, certains des mêmes avantages, notamment celui de la gestion collective et de la mutualisation. Il est trop tôt pour juger de l'avenir de ces instruments, mais les promoteurs d'opérations en verraient certainement le développement avec beaucoup d'intérêt. ●