



Bruxelles, le 19.12.2013  
COM(2013) 929 final

**RAPPORT DE LA COMMISSION**

**RAPPORT INTERMÉDIAIRE SUR LA PHASE PILOTE DE L'INITIATIVE  
EUROPE 2020 RELATIVE AUX OBLIGATIONS DE PROJET**

# RAPPORT INTERMÉDIAIRE SUR LA PHASE PILOTE DE L'INITIATIVE EUROPE 2020 RELATIVE AUX OBLIGATIONS DE PROJET

## 1. HISTORIQUE

Le présent rapport intermédiaire (ci-après le «rapport») au Parlement européen et au Conseil est établi au titre du règlement (UE) n° 670/2012 afin d'évaluer l'état d'avancement de la phase pilote de l'initiative Europe 2020 relative aux obligations de projet(IOP).

L'IOP est un instrument de partage des risques mis en place par la Commission européenne (CE) et la Banque européenne d'investissement (BEI). L'objectif est de permettre aux sociétés chargées des projets d'émettre des emprunts obligataires pour le financement de projets qui soient attrayants pour les investisseurs sur le marché des capitaux d'emprunt dans les secteurs des réseaux transeuropéens de transport (RTE-T) et de l'énergie (RTE-E), ainsi que les télécommunications et les réseaux à large bande.

En raison de l'important délai nécessaire pour lancer un instrument novateur d'une telle envergure et de préparer, d'attribuer et de mener à terme de nouveaux projets d'infrastructure, la phase pilote a été lancée avec un budget de l'UE de 230 millions d'EUR<sup>1</sup> afin de permettre aux parties prenantes de se familiariser avec le nouvel instrument en effectuant des transactions concrètes au cours d'une première phase pilote. Dans le cadre de la phase pilote<sup>2</sup>, qui a commencé le 7 novembre 2012, les projets peuvent être approuvés par la BEI jusqu'au 31 décembre 2014 et doivent arriver au stade de la clôture financière au plus tard le 31 décembre 2016. Le déploiement intégral est prévu dans le cadre du Mécanisme pour l'interconnexion en Europe (MIE) qui fait partie du cadre financier pluriannuel 2014-2020 (CFP).

Le présent rapport, établi en collaboration avec la BEI, couvre la première période de 12 mois, de novembre 2012 à novembre 2013, et présente les progrès qui ont été accomplis en ce qui concerne l'approbation et le financement de projets. Le rapport analyse l'expérience acquise au cours de la phase pilote et met en évidence les éventuelles synergies et économies d'échelle qui pourraient être réalisées dans le cadre du MIE. Le rôle du MIE pourrait être maximisé par la création de synergies au moyen de la combinaison de subventions et d'instruments financiers tels que l'IOP, la garantie de prêt pour les projets relatifs au RTE-transport (GPTT) et les mesures de soutien du programme.

Le rapport est fondé sur les résultats provisoires d'une évaluation externe indépendante, qui sera terminée au cours du premier trimestre 2014 et qui vise à évaluer les résultats de l'IOP par rapport aux objectifs politiques et au financement sur le marché des capitaux dans un contexte plus large. La phase pilote fera également l'objet d'une évaluation indépendante en 2015, ce qui permettra de donner une image plus complète de l'efficacité et de l'efficacité de l'utilisation des fonds de l'UE.

---

<sup>1</sup> RTE-T, 200 millions d'EUR, RTE-E, 10 millions d'EUR et TIC, 20 millions d'EUR

<sup>2</sup> Règlement n° 670/2012 (JO L 204/1 du 31.7.2012)

## **2. CONTEXTE POLITIQUE**

Les investissements en infrastructure sont incontestablement importants pour le potentiel de croissance future et la création d'emplois. Des projets d'infrastructure viables d'un point de vue économique et financier peuvent avoir un effet contracyclique significatif, améliorer la productivité et conduire à la création d'emplois. Par ailleurs, l'infrastructure visant à améliorer l'accès au marché est essentielle pour la compétitivité de l'Europe.

Pour relever les défis de la mise en œuvre de la stratégie Europe 2020, l'Europe a besoin d'un volume substantiel d'investissements d'infrastructure et de modèles de financement divers. Sur la base d'une évaluation des besoins d'investissement des États membres, la CE a estimé qu'un billion d'EUR seraient nécessaires dans les secteurs RTE-T, RTE-E et TIC entre 2011 et 2020.

Ces dernières années, les États membres ont poursuivi l'assainissement de leurs budgets, et les investissements en infrastructure publique ainsi que la constitution d'une réserve de projets en ont pâti. Le budget de l'UE pour le MIE contribuera à financer les liaisons manquantes pour relier les réseaux d'énergie et de transport ainsi que le déploiement des infrastructures à large bande à haut débit dans l'ensemble de l'UE<sup>3</sup>. Cependant, la participation du secteur privé dans le financement de tels projets à long terme demeure d'une importance capitale.

L'IOP n'est que l'une des actions politiques engagées par la CE pour relever les défis énoncés précédemment. Le suivi du livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne, attendu pour le premier trimestre 2014, les réformes de la régulation des marchés financiers, ainsi que le contexte macroéconomique global et la stabilité réglementaire au niveau sectoriel devraient se conjuguer pour produire un impact plus large.

Dans ce contexte, l'IOP a pu jouer un rôle moteur pour redynamiser le marché des investissements en infrastructure. En 2013, un certain nombre de solutions de financement sous forme d'obligations de projets sont réapparues sur le marché, sans appui du budget de l'Union. L'initiative s'inscrit également dans le débat international au niveau du G20 et de l'OCDE visant à faire de l'infrastructure une catégorie d'actifs distincte, et dans les travaux du groupe d'experts de haut niveau établi par le Conseil qui a terminé un rapport sur les PME et le financement des infrastructures en novembre 2013.

## **3. ÉVOLUTION DU MARCHÉ DEPUIS 2011**

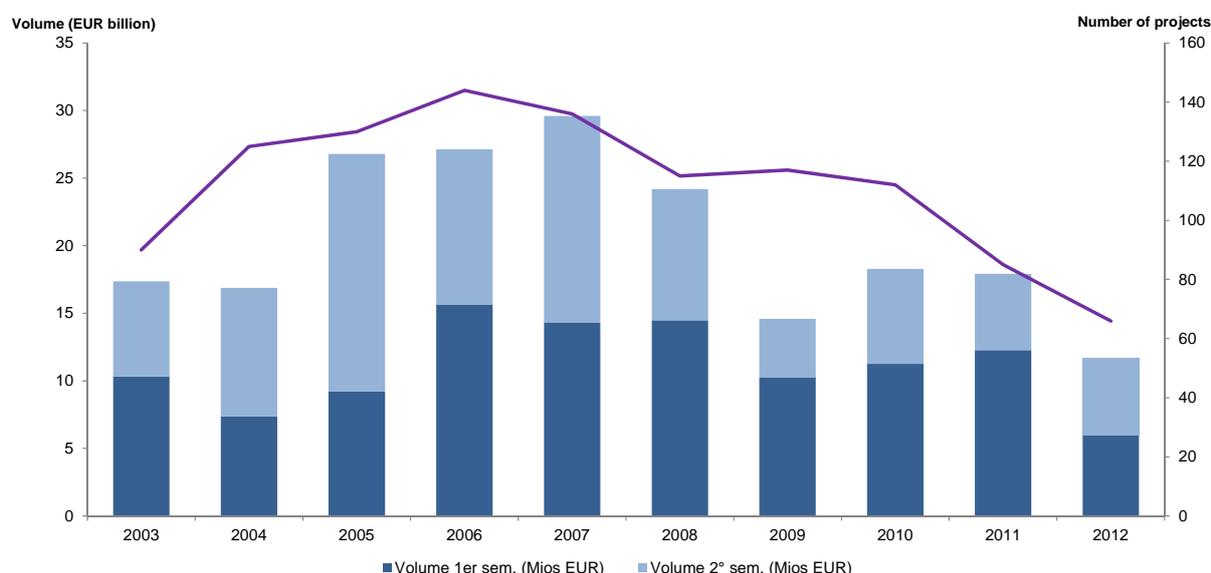
En Europe, l'investissement en infrastructure diminue depuis 2007, tant dans le secteur public que dans le secteur privé. Dans le secteur public, cette tendance est le résultat des contraintes budgétaires qui ont entraîné des révisions des priorités en matière de dépenses et de projets d'infrastructure. Alors que l'on attendait du secteur privé qu'il complète les investissements du secteur public, l'incertitude économique et financière a conduit les promoteurs de projets à

---

<sup>3</sup> Dans le cas de projets de nature économique soutenus par des aides d'État, les États membres ont l'obligation de veiller à ce que les plans d'aide soient notifiés à l'avance ou soient éligibles au titre du règlement général d'exemption par catégorie.

mettre des projets en suspens dans des secteurs tels que l'énergie et les TIC/large bande, où les besoins d'investissements sont importants pour pouvoir améliorer les réseaux et où le financement par le secteur privé est prédominant.

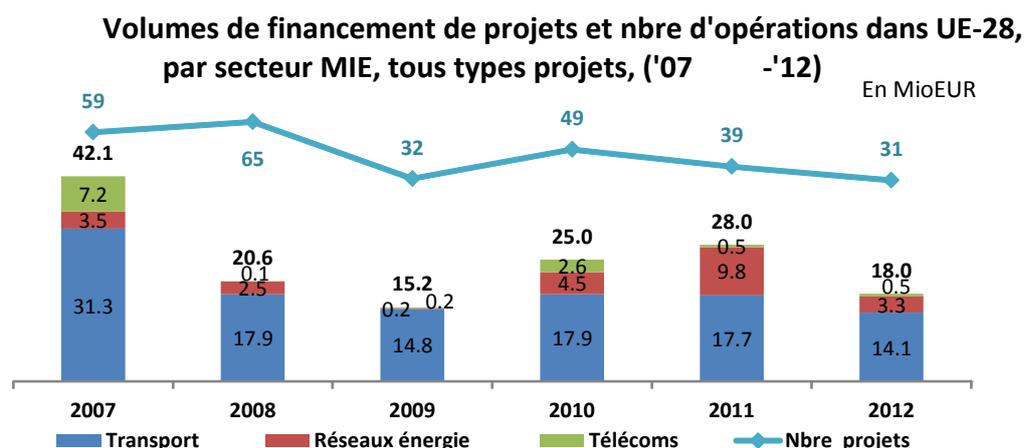
Comme le montre la figure 1, le financement des projets de PPP montre que le financement des infrastructures par le secteur privé dans l'UE n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant la crise, de 25 à 30 milliards d'EUR, un niveau qui par ailleurs n'était pas suffisant pour les besoins en infrastructures de l'UE. Ceci est en partie dû à la réduction d'activité des rehausseurs de crédit. Après un redressement partiel en 2010 et 2011, la valeur des transactions des PPP arrivant au stade de la clôture financière en Europe a atteint 11,7 milliards d'EUR en 2012, ce qui représente une baisse de 35 % par rapport à 2011 (17,9 milliards d'EUR) et la valeur la plus faible depuis 2003. Cette baisse des volumes de financement des projets et des projets PPP reflète tout d'abord le peu d'ampleur de la réserve de projets et de la préparation des projets, et, ensuite le manque de financement à long terme dans certains secteurs et pays touchés par la crise financière.



Source: EPEC

Si l'on examine le marché par secteur MIE, le financement des infrastructures est tombé à 18 milliards d'EUR en 2012 contre 28 milliards d'EUR en 2011, alors que le nombre de transactions diminuait. Les projets du secteur des transports représentaient 14,1 milliards d'EUR, ceux du secteur de l'énergie 3,3 milliards d'EUR et les télécommunications 0,5 milliard d'EUR.

Graphique 2



Source: Infrastructure Journal database, conversion en EUR sur la base du taux moyen

Au cours du premier semestre de 2013, l'activité dans les secteurs MIE de l'UE-28 a augmenté de 33 % en termes de volume, passant de 9,2 milliards d'EUR au premier semestre 2012 à 12,2 milliards d'EUR pour le premier semestre 2013. Le nombre de transactions a légèrement diminué (12 contre 15) et la taille moyenne des opérations en 2013 a été de 1,0 milliard d'EUR, soit 66 % de plus que le montant de 0,6 milliard d'EUR enregistré en 2012. Cela est dû essentiellement à plusieurs grandes opérations de refinancement effectuées en 2013 (Open Grid Europe, route à péage de Brebemi).

Les banques continuent à réexaminer leurs modèles d'entreprise. Certaines sont de nouveau disposées à financer des projets, mais à plus court terme qu'avant la crise, d'autres développent des capacités leur permettant d'élaborer et de placer des contrats de financement de projets, compte tenu du rôle accru que les investisseurs institutionnels sont appelés à jouer. Ces évolutions sont interprétées par certains comme un signe de redémarrage des financements bancaires. Toutefois, nous estimons que les banques ne fourniront pas un volume suffisant de moyens financiers permettant de répondre aux besoins d'infrastructure de l'UE.

Si l'on ne développe pas d'autres sources de financement, il existe un risque réel que les dépenses d'infrastructure, qui constituent un moyen de stimuler la croissance future et la création d'emplois, restent limitées au lendemain de la période de crise. À cet égard, un certain nombre de compagnies d'assurance et de fonds d'investissement en infrastructure ont fait leur apparition, et sont capables d'investir dans la dette privilégiée ou subordonnée pour des opérations sur les marchés primaire et secondaire. Certaines compagnies d'assurance ont mis en place des équipes internes consacrées au financement d'infrastructures afin de renforcer leur présence sur le marché, tandis que d'autres agissent par le biais de gestions séparées. Plusieurs ont finalisé leurs premières transactions, même si la majorité d'entre elles étaient de taille modeste dans des projets d'infrastructure sociale relativement simples au Royaume-Uni (logements universitaires par exemple) et il s'agissait principalement de financements privés plutôt que d'obligations d'État. Alors que plusieurs transactions de plus

petite taille au niveau local sont des investissements entièrement nouveaux, les opérations plus importantes au niveau national sont souvent des refinancements et des investissements dans des friches industrielles.

En conclusion, si le financement bancaire traditionnel reste important, il est possible que ces secteurs et d'autres nouveaux acteurs sur le marché favorisent le financement de projets d'infrastructure par le secteur privé par le biais du marché des capitaux d'emprunt. Il s'agit d'un objectif essentiel de l'IOP.

#### **4. OBJECTIFS DE L'INITIATIVE RELATIVE AUX OBLIGATIONS DE PROJET**

L'IOP vise à fournir un instrument concret qui contribuerait à la relance économique après la crise. Ses principaux objectifs sont de deux ordres:

- stimuler les investissements dans des projets d'intérêt européen dans le secteur des transports, de l'énergie et de l'infrastructure à large bande, qui présentent une nette valeur ajoutée pour l'UE, ce qui contribuerait à ramener les investissements à leurs niveaux d'avant la crise, et
- favoriser une plus grande implication des investisseurs institutionnels dans le financement à long terme sur le marché des capitaux d'emprunt pour des projets économiquement viables dans ces secteurs.

L'IOP vise à compléter les sources existantes de financement de projets et à fournir une alternative crédible au moyen d'autres sources de financement par emprunt (banque et nouveaux fonds). Cela permettrait non seulement d'élargir l'éventail des sources de financement disponibles, mais aussi de traiter des situations d'investissement non optimales et d'améliorer les conditions de financement. L'objectif ultime de l'IOP est d'élargir les possibilités pour le secteur de l'infrastructure de recourir à des investisseurs privés.

Le rehaussement du crédit des obligations de projet (RCOP) offert par la BEI par le biais de l'IOP vise à combler l'écart entre les notations de crédit généralement faibles des investissements dans des projets d'infrastructure financés par le secteur privé et les notations plus élevées recherchées par les investisseurs. Cela permettrait d'élargir les sources de financement, de préserver les délais de maturité et de réduire les coûts de financement. Le RCOP peut être fourni sous la forme:

- d'un mécanisme avec constitution de réserves, à savoir une tranche de créance subordonnée (c'est-à-dire un prêt direct pour le projet qui ne serait remboursé qu'après avoir assuré le service des obligations de premier rang);ou
- d'un mécanisme sans constitution de réserves, à savoir une ligne de crédit qui, une fois appelée, est convertie en un prêt subordonné.

Le RCOP cible des obligations de premier ordre de qualité A-, de telle sorte que la plupart des investisseurs institutionnels puissent en faire l'acquisition. Tandis que certains investisseurs institutionnels sont à présent prêts à absorber plus de risques par l'acquisition de tranches

«mezzanine» des obligations, les objectifs de l'IOP d'amener une masse critique d'investisseurs sur le marché, d'accroître la normalisation, et de contribuer au développement d'un marché plus mûr sont toujours valables.

Le RCOP apporte une réponse aux risques spécifiques des projets au cours des phases d'élaboration et d'exploitation, en fournissant des liquidités supplémentaires pour améliorer le profil financier face à des événements imprévus. Puisque le RCOP est prioritaire par rapport aux investisseurs en capitaux propres mais pas par rapport aux investisseurs en obligations, il améliore la notation de crédit des obligations.

La contribution de l'UE à l'instrument des obligations de projet permet d'absorber en partie le risque supplémentaire que prend la BEI en s'engageant dans des transactions plus risquées que la normale en couvrant les premières pertes sur le portefeuille de projets à concurrence d'un montant maximum. Cela permet à la BEI de soutenir davantage d'opérations. Les projets doivent se conformer aux lignes directrices de l'Union établissant des critères d'éligibilité dans chacun des trois secteurs, générer des flux de trésorerie stables et suffisamment élevés, et être économiquement sains et techniquement possibles.

## 5. RÉALISATIONS

La phase pilote de l'IOP a débuté il y a 12 mois et permet l'approbation de projets par le conseil d'administration de la BEI jusqu'à la fin de 2014 et la clôture financière jusqu'à la fin de 2016.

À ce jour, huit projets éligibles au RCOP dans le secteur de l'énergie et des transports dans plusieurs États membres de l'UE ont été approuvés par le conseil d'administration de la BEI. De plus, la BEI a démontré la faisabilité des obligations de projet en apportant un rehaussement de crédit aux obligations pour deux des projets approuvés (dont un seul a été soutenu par l'UE en raison de contraintes budgétaires), tandis qu'un autre devrait être signé prochainement.

### 5.1. Projets approuvés par la BEI

Les projets concernent des autoroutes dans plusieurs États membres, des raccordements au réseau pour des parcs éoliens en mer en Allemagne et au Royaume-Uni, et des installations de stockage de gaz en Italie et en Espagne. Dans le haut débit, la BEI travaille de manière proactive sur une réserve de projets.

**Tableau 1:**

Politique	Projet	Pays	Ampleur prévue de la facilité de rehaussement de crédit (en millions d'EUR)
RTE-T	Autoroute	Belgique	150
RTE-T	Autoroute	Allemagne	120
RTE-T	Autoroute	Royaume-Uni	200
RTE-E	Connexions au réseau de plusieurs parcs éoliens en mer	Royaume-Uni	150
RTE-E	Stockage de gaz	Espagne	200

RTE-E	Stockage de gaz (1)	Italie	200
RTE-T	Autoroute	Slovaquie	200
RTE-E	Connexions au réseau de plusieurs parcs éoliens en mer	Allemagne	170
<b>Total approuvé</b>			<b>1 390</b>

(1) Sous réserve de disponibilité des fonds de l'UE

D'autres projets pourraient s'ajouter à la liste d'ici à fin 2014, date limite pour l'approbation de projets par le conseil d'administration de la BEI.

La phase pilote peut fournir des mécanismes de rehaussement de crédit d'environ trois fois la contribution du budget de l'UE de 230 millions d'EUR, soit environ 700 millions d'EUR, en fin de compte à l'appui de créances privilégiées dont le volume est de 15 à 20 fois supérieur à la contribution du budget de l'UE.

Les mécanismes subordonnés pour les huit projets approuvés dépassent 700 millions d'EUR, mais il en résultera probablement une utilisation moindre puisqu'une obligation de projet soutenue par le RCOP est l'une des différentes options de financement que la société de projet et/ou l'autorité d'octroi peut choisir. Par exemple, les autoroutes au Royaume-Uni et en Slovaquie seront financées sans RCOP car, pour des raisons spécifiques liées au projet, la notation des projets était suffisante pour lever des fonds sur le marché obligataire sans avoir recours aux notations plus élevées offertes par le RCOP. Néanmoins, l'existence du RCOP en tant qu'autre possibilité de financement est perçue comme ayant contribué à maintenir la tension quant à la tarification des deux projets, de sorte que le résultat final est rentable pour le pouvoir adjudicateur.

## 5.2. Obligations de projet soutenues par la BEI

La BEI a soutenu l'émission d'un emprunt obligataire de 1,4 milliard d'EUR en faveur du projet d'installations de stockage de gaz «Castor»<sup>4</sup> sans utiliser le budget de l'UE, le montant requis pour la contribution de la CE dépassant le budget disponible.

### La première émission d'obligations de projet

Les premières obligations de projet ont été émises en juillet 2013 pour un montant de 1,4 milliard d'EUR et avec une échéance fixée à décembre 2034. Elles offraient un coupon de 5,756 %, soit un écart de 100 points de base par rapport aux emprunts d'État espagnols. Cet emprunt a financé la construction et l'exploitation d'un site de stockage souterrain de gaz, ainsi que ses installations connexes, au large de la côte Nord de l'Espagne, en Méditerranée. Standard & Poor's lui a attribué la note «BBB».

Trente investisseurs ont souscrit à cet emprunt: des assureurs et des fonds de pension (plus de 60 % des titres), ainsi que des agences, des gestionnaires de fonds et des banques (4 % seulement). Leur origine était diversifiée, des investisseurs d'Allemagne, de France, d'Espagne, d'Italie, du Royaume-Uni et du Luxembourg étant représentés dans des proportions pratiquement égales.

L'emprunt a été émis par un véhicule ad hoc luxembourgeois, Watercraft Capital, qui prête le produit de cette émission à la société de projet afin de lui permettre de refinancer les prêts à plus court terme qu'elle a souscrits pour financer la construction du site de stockage de gaz. Les financements octroyés à la société de projet seront ainsi mieux adaptés à la durée de sa concession (30 ans).

<sup>4</sup> Ce projet a fait l'objet d'une analyse d'impact environnemental approuvée par les autorités compétentes espagnoles en 2009. En raison d'une forte activité sismique dans la région en septembre 2013, celles-ci ont décidé de procéder à de nouvelles études techniques sur son incidence.

L'IOP a également soutenu l'émission d'un emprunt de 305 millions de GBP en faveur du projet «Greater Gabbard OFTO» au Royaume-Uni, qui porte sur les actifs de transport d'électricité reliant un parc éolien maritime (d'une capacité de 500 MW) au réseau terrestre britannique. Il s'agit du premier projet OFTO (Offshore Transmission Owner) financé par l'intermédiaire des marchés des capitaux. Cet emprunt obligataire a bénéficié d'un RCOP sans constitution de réserves d'environ 46 millions de GBP; il a dès lors été noté «A3» par Moody's et a pu afficher un rendement supérieur de 125 points de base aux obligations d'État britanniques. Ce RCOP a été soutenu par le budget de l'UE et a utilisé l'intégralité de l'enveloppe de 10 millions d'EUR disponible pour les projets menés dans le domaine énergétique pendant la phase pilote.

#### **Clôture du montage financier du projet «Greater Gabbard OFTO»**

Le montage financier du projet Greater Gabbard de transport d'électricité en mer (de 504 MW) a été bouclé le 27 novembre 2013. La licence OFTO, octroyée par l'Ofgem, l'autorité britannique de régulation des marchés de l'électricité et du gaz, permet à la société de projet de détenir et d'exploiter les actifs pendant 20 ans et d'être rémunérée en retour par des redevances de disponibilité. La valeur de l'actif pleinement opérationnel est d'environ 350 millions de GBP, somme que la société de projet doit financer en partie par l'émission d'obligations de projet.

Un emprunt obligataire public de 305 millions de GBP, qui porte un intérêt fixe de 4,137 % et arrive à échéance le 29 novembre 2032, a été émis pour soutenir le financement de cette opération.

Moody's a attribué provisoirement à cette émission la note «A3», assortie d'une perspective stable, en précisant que cette note intégrait le rehaussement de crédit fourni au titre de l'IOP. Au total, les promoteurs du projet ont apporté 46 millions de GBP en fonds propres.

C'est le premier cycle du projet OFTO ayant une taille suffisante pour susciter l'intérêt des marchés des capitaux. Ce type de financement est considéré depuis longtemps comme une bonne opération pour le secteur OFTO, dans la mesure où l'exploitant bénéficie d'un tarif indexé sur l'inflation et de revenus garantis à hauteur de 90 %.

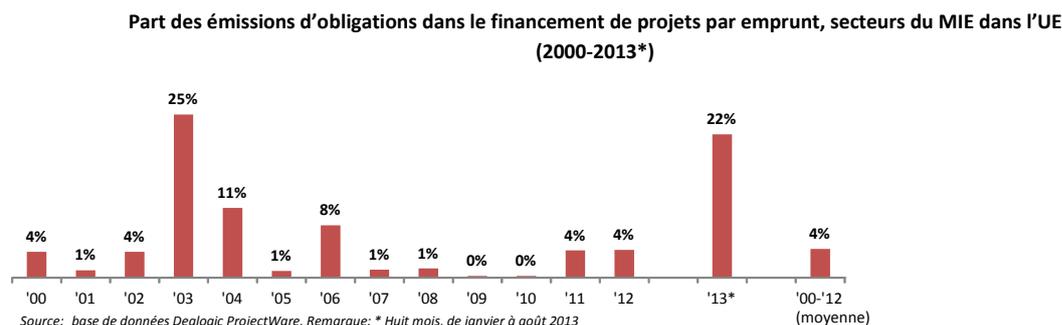
Ces deux opérations devraient être suivies par le projet d'autoroute A11 en Belgique d'ici à la fin de l'année 2013 ou au début de l'année 2014. Cette opération sera également soutenue par le budget de l'UE et fournira un point de référence supplémentaire en ce qui concerne les investisseurs potentiels et le niveau de la tarification.

Le **PPP A11 Bruges** est une nouvelle autoroute reliant le port de Zeebrugge à l'E40 en direction de Gand et à l'E34 en direction d'Anvers. Elle améliorera ainsi la connexion du port à la ville de Bruges et les routes touristiques menant à la côte belge, en particulier Knokke et Blankenberge. Le montage financier du projet de l'A11 est en cours d'achèvement et devrait être bouclé d'ici à la fin de l'année 2013 ou au début de l'année 2014, sa signature étant subordonnée à la conclusion des négociations et à l'approbation des pouvoirs adjudicateurs. Il s'agirait du premier projet RTE-T à bénéficier de l'IOP et le premier investissement totalement nouveau. L'emprunt obligataire de 575 millions d'EUR devrait être soutenu par un RCOP sans constitution de réserves d'environ 114 millions d'EUR, qui prendra la forme d'une lettre de crédit subordonnée de la BEI.

### 5.3. Autres emprunts obligataires émis pour financer des projets d'infrastructure

L'attention accrue portée aux marchés des capitaux pour le financement des projets d'infrastructures a également conduit à une augmentation significative d'autres émissions d'emprunts obligataires par rapport à 2007-2012. Toutefois, entre 2007 et 2013, en termes de volume, plus de 90 % des emprunts obligataires émis dans les secteurs couverts par le MIE étaient des refinancements, 6 % des investissements totalement nouveaux et 3 % des acquisitions.

Graphique n° 3



Outre l'émission de 1,4 milliard d'EUR en faveur du projet Castor, qui a bénéficié d'un rehaussement de crédit de la BEI, plusieurs grandes opérations de refinancement ont été menées en 2013 sur le marché obligataire, notamment:

- le refinancement du projet de ligne ferroviaire à grande vitesse «High Speed 1» du Royaume-Uni par l'émission d'un emprunt obligataire de 760 millions de GBP à 25 ans, dans le cadre d'un financement par titres de créance de premier rang de 1,55 milliard de GBP. Cette opération a obtenu la note «A-», le gouvernement britannique garantissant les subventions d'exploitation de la ligne à grande vitesse sur la base d'un accord spécial (*domestic underpinning agreement*);
- Open Grid a réussi à refinancer une dette de 2,7 milliards d'EUR par un prêt de 1,2 milliard d'EUR et l'émission de 1,5 milliard d'EUR de titres à 7, 10 et 12 ans notés «A-»;
- le refinancement, en Slovaquie, d'une dette d'environ 1,2 milliard d'EUR par une émission d'obligations notées «BBB+» et arrivant à échéance en 2039.

Ces opérations témoignent de la profondeur des marchés des capitaux européens et de leur intérêt pour les refinancements simples de projets d'infrastructure.

De plus, l'année 2013 a vu l'émergence d'un certain nombre de solutions innovantes sur le marché des capitaux d'emprunt, qui visaient à permettre, sous différentes formes, le financement de projets entièrement nouveaux par des investisseurs institutionnels. La plupart

concernent le secteur des infrastructures sociales (par exemple, les logements universitaires), portant sur des projets plus petits et moins risqués.

Projet	Note	Échéance	Nominal (en millions)	Caractéristiques
Rocade L2/A507	Baa3	28 ans pour la première tranche, 30 ans pour la seconde	EUR 79 (tranche I) EUR 86 (tranche II)	Plus de 65 % des fonds octroyés par le gouvernement français, les 165 millions d'EUR restants ayant été financés par l'émission d'obligations, placées auprès d'un groupe d'assurance, et la seconde tranche bénéficiant de la loi Dailly (garantie de l'État français)
Logement pour étudiants de Holyrood, RU	AA-/A2	35 ans fixe et indexé	GBP 63	Émission obligataire sous-jacente notée BBB/Baa3 et rehaussement de crédit de la société Assured Guaranty
Together Housing de Pendleton	n.d.	29 ans	GBP 71,7 (tranche A) GBP 10,9 (tranche B)	Financement obligataire partiellement garanti (les obligations prioritaires de catégorie A bénéficiant d'un rehaussement de crédit de la tranche de dette subordonnée de catégorie B)
Prison de Zaanstad	n.d.	28 ans	EUR 72	La tranche de dette subordonnée de catégorie B fournit un rehaussement de crédit aux obligations prioritaires.
ULiving Hertfordshire, RU	A-	41 ans indexé	GBP 144	
UPP, Logements étudiants multisites, RU	A-	27 ans fixe, 34 ans indexé	GBP 382	Revenus locatifs de plusieurs universités avec la mise en commun de la trésorerie afin de réduire les risques
Écoquartiers de Leeds	AA-/A2	19 ans	GBP 102	Émission obligataire sous-jacente bénéficiant d'un rehaussement de crédit de la société Assured Guaranty

Sources: *Infrastructure Journal*, *Standard & Poors*

Il est intéressant de constater que les projets de la rocade L2, de Holyrood, de Pendleton, de Zaanstad et de Leeds bénéficient tous, sous une forme ou sous une autre, d'un rehaussement de crédit. Deux opérations marquent le retour sur le marché d'un assureur d'emprunts obligataires pour ces transactions de taille moyenne. L'opération globalement la plus importante, le projet UPP, représente 382 millions de GBP et repose sur un portefeuille de projets. Dans plusieurs cas, un investisseur institutionnel unique a acheté la plus grande partie des obligations émises.

Toutes ces opérations, à l'exception de deux, ont été réalisées au Royaume-Uni où le financement des PPP par les marchés des capitaux en recourant à des garanties «monolignes» était fréquent. Sur le continent européen, l'intérêt pour les solutions de financement par l'emprunt obligataire est nouveau et les autorités contractantes s'adaptent lentement aux nouvelles possibilités de financement. En ce qui concerne la passation des marchés, la pratique consistant à demander aux candidats un engagement ferme de financement au stade de la remise des offres reste fréquente, ce qui limite les emprunts obligataires aux placements privés et empêche largement les émissions d'emprunts d'État plus avantageuses en matière de volume et de coût de financement.

## **5.4. Bilan**

Au cours de la première année de mise en œuvre de l'IOP, le conseil d'administration de la BEI a permis à huit projets de bénéficier du RCOP, et d'autres projets lui seront soumis prochainement. Deux projets ont bénéficié d'un rehaussement de crédit de la BEI; un projet supplémentaire devrait être signé au début de l'année 2014. L'un de ces trois projets a été clôturé sans aucun soutien du budget de l'UE.

Reconnue et appréciée par le marché, la promotion active de la CE et de la BEI en faveur des obligations de projet pour le financement des infrastructures a favorisé la mise au point d'autres solutions de marché par son effet incitatif. Cela confirme que l'Europe progresse véritablement sur la voie d'un marché obligataire qui servirait à financer des projets. Plus particulièrement, l'IOP a permis à un éventail plus large d'investisseurs d'accéder aux actifs d'infrastructure, comme le montrent les opérations déjà menées. Même lorsque les obligations de projet n'ont pas été retenues comme option de financement privilégiée, elles ont exercé une pression concurrentielle qui a permis de réduire les coûts de financement généraux d'un certain nombre de projets.

Toutefois, le marché s'est jusqu'à présent intéressé aux petits projets d'infrastructure locaux au Royaume-Uni, les projets plus grands ayant été peu nombreux dans cet État membre. En particulier, les conditions relatives aux projets RTE entièrement nouveaux restent difficiles. Les États membres devraient accélérer l'identification et la préparation des projets d'infrastructure en vue de leur financement par le marché.

## **6. AMÉLIORATIONS REQUISES POUR L'INITIATIVE RELATIVE AUX OBLIGATIONS DE PROJET**

### **6.1. Nécessité de constituer une réserve de projets plus solides et plus avancés**

Si la demande d'investissement dans les infrastructures en Europe est manifeste, il semble néanmoins que le nombre de projets et leur stade d'avancement ne soient pas suffisants pour y répondre.<sup>5</sup>

En ce qui concerne les projets et les secteurs largement tributaires d'une participation du secteur public, les gouvernements des États membres ont un rôle important à jouer en s'engageant à débloquer de nouveaux investissements dans les infrastructures et en mettant fin à l'incertitude concernant le nombre de projets dans ce domaine. Sans une réserve suffisante de projets (valables), les investissements à long terme ne pourront pas se développer. Le renforcement de la confiance des investisseurs dans les flux de transactions, sans lequel ceux-ci cesseront d'investir dans la construction des nouvelles capacités requises pour analyser le financement des projets d'infrastructure, nécessite une plus grande transparence en ce qui concerne la réserve de projets aux niveaux tant national que supranational, ainsi qu'une planification et un engagement à long terme de la part des pouvoirs adjudicateurs.

---

<sup>5</sup> Source: *Infrastructure Journal*, 17/11/2013

Dans ce contexte, les modifications inattendues de la réglementation applicable à certains secteurs constituent toujours une difficulté majeure pour la mise en œuvre effective des projets prévus. Dans l'ensemble des secteurs en général, le financement par l'emprunt obligataire reste confronté à de nombreux obstacles tels que le manque de normalisation, l'incertitude liée à la tarification sur les marchés des capitaux et son caractère nouveau. L'IOP peut aussi apporter la preuve des avantages que procure ce type de financement.

## **6.2. Utilisation du budget de l'UE**

Compte tenu du mécanisme de financement avec partage des risques mis en place entre la Commission et la BEI, décrit au point 4, l'utilisation du budget de l'UE serait plus efficace si le provisionnement pour premières pertes fourni par le budget de l'UE était partagé entre tous les projets dans les trois secteurs couverts par l'IOP. Il existe des limites claires à la diversification des risques et, partant, à la possibilité de parvenir à un effet de levier élevé avec des provisions pour premières pertes distinctes pour chacun des trois portefeuilles sectoriels, comme c'est le cas actuellement. En outre, l'effet de levier sur les portefeuilles moins importants étant limité, il est nécessaire de trouver des projets dont la taille est adaptée au budget disponible. Par exemple, la BEI a financé le projet Castor sur ses ressources propres car la contribution du budget RTE-E était insuffisante pour couvrir la contribution de l'UE requise.

D'une manière générale, la diversification permettrait au budget de l'UE et aux instruments de partage des risques d'accroître leur effet de levier. La diversification s'accroît avec le nombre de projets dans le portefeuille, alors que la diversité sectorielle des projets réduit leur corrélation. En conséquence, un portefeuille élargi à différents secteurs procure des avantages plus grands en matière de diversification. Par ailleurs, la gestion des risques dans un portefeuille de projets présentant des profils de risque différents peut accroître le niveau de complexité, la BEI pouvant toutefois continuer à le gérer. Si l'on veut tirer le meilleur parti des avantages de la diversification, le MIE pourrait n'avoir qu'un seul portefeuille de projets, dans le plein respect du règlement MIE et du règlement financier sur les dépenses de l'Union. Cela faciliterait le financement des projets, indépendamment de leur taille ou calendrier.

Ce même mécanisme peut être étendu aux portefeuilles de l'instrument de garantie de prêt et de l'IOP, de manière à tirer pleinement profit des économies d'échelle. La fusion de ces portefeuilles avec celui du MIE permettrait de créer un portefeuille initial qui pourrait réduire plus rapidement les contributions relatives du budget de l'UE à de nouveaux projets. Les résultats de l'étude externe commandée par la Commission européenne mentionnée au début du présent rapport devraient abonder dans ce sens.

## **7. CONCLUSIONS**

L'émission de deux emprunts obligataires pour le financement de projets assortis d'un rehaussement de crédit en l'espace d'un an seulement prouve que l'initiative est à la hauteur des attentes et permet de financer des projets avec succès.

L'intérêt et le retour d'informations du marché par rapport à cette initiative ont été positifs, ce qui a permis d'orienter les investisseurs vers les solutions de financement par l'emprunt obligataire. En ce qui concerne le développement des obligations de projet, des travaux supplémentaires seront nécessaires pour parvenir à un marché obligataire actif, notamment de nouvelles émissions pour constituer un encours suffisant et définir plus facilement des critères de référence pour les futures émissions. Les investisseurs et les pouvoirs adjudicateurs pourront ainsi estimer plus facilement les niveaux de financement probables et rendre la tarification des solutions de financement par l'emprunt obligataire plus prévisible; les pouvoirs adjudicateurs pourraient dès lors ne plus exiger un engagement ferme de financement. De plus, pour que le marché des obligations de projet soit liquide, les projets doivent être mieux préparés et avoir atteint un stade plus avancé. Les pouvoirs publics devraient donc s'engager à assurer une planification à long terme, de manière à garantir une réserve de projets d'infrastructure plus stable et plus transparente. À cet égard, le MIE prévoit une assistance technique au niveau institutionnel et au niveau des projets afin de faciliter la préparation de futures réserves de projets d'intérêt commun pour soutenir les États membres et le secteur privé. Il est possible également d'étendre l'initiative relative aux obligations de projet à d'autres domaines d'action publique où le financement de projets d'infrastructures locaux plus petits pourrait être centralisé au niveau national ou régional.

Le rôle du MIE pourrait être optimisé si les trois portefeuilles sectoriels (transports, énergie et large bande), visés à l'article 14, paragraphe 3, du futur règlement établissant le MIE, étaient fusionnés. En vue d'accroître l'efficacité et l'effet de levier des dépenses budgétaires de l'UE, cette possibilité pourrait être utilisée pour créer un système commun de provisionnement pour premières pertes qui tirerait parti de la diversification inhérente à ces trois secteurs, dans lequel les instruments préexistants pourraient servir de portefeuille initial.