

Quatre freins à surmonter pour intégrer les actifs d'infrastructures dans votre allocation.



Michael Steingold

Investment Director, Private Markets

L'intégration d'actifs d'infrastructures est-elle bénéfique à un portefeuille standard ?

La réponse est positive dans le cas d'une intégration réfléchie. La génération de rendements décorrélés et la protection structurelle contre l'inflation offrent deux justifications à une exposition aux actifs d'infrastructures au sein d'une allocation.¹ Pour autant, il existe de nombreux défis à surmonter pour tout investisseur souhaitant construire et gérer une allocation stable et diversifiée sur les infrastructures et ainsi exploiter pleinement les bénéfices de cette classe d'actifs.

Ces difficultés découlent de la nature unique des infrastructures non cotées, qui allient la charge liée au suivi opérationnel d'actifs non cotés, à la complexité de la recherche conduite sur les actifs d'une extrême technicité et soumis à différentes réglementations au niveau mondial.

Les obstacles à surmonter pour investir sur les infrastructures non cotées

Nous dénombrons quatre types d'obstacles auxquels sont confrontés les investisseurs lors de la phase de constitution et de gestion d'une allocation sur les infrastructures :

1. Construction d'un portefeuille diversifié
2. Gestion des expositions
3. Suivi opérationnel des investissements
4. Rigueur et discipline dans les Investissements

Chacun de ces obstacles implique un risque d'exécution et nécessite des expertises spécialisées. Certains investisseurs disposent de ressources et de compétences suffisantes en interne, mais pour ceux dont ce n'est pas le cas, il peut être avisé de s'en remettre à l'expertise d'un spécialiste en actifs illiquides. L'intervention d'un prestataire aguerri contribue ainsi à rationaliser ces défis, afin de créer et de gérer activement un portefeuille totalement diversifié.

Obstacle n°1 : Construction du portefeuille

Un des clés d'une allocation réussie sur les infrastructures est une diversification efficace, non pas uniquement entre zones géographiques, secteurs, stratégies et structures de capital, mais également au sein de chacune d'elles, tels que les sous-secteurs, les niveaux de seniorité et les profils de risque. La réussite d'une diversification se doit d'exploiter la variété au sein des classes d'actifs tout en répartissant les risques de façon efficace. Les avantages de la diversification peuvent se révéler particulièrement importants dans le domaine des infrastructures, en raison du large spectre de stratégies présentes : une construction de portefeuille réfléchie permettra de combiner ces stratégies au mieux afin de disposer d'un portefeuille résilient et équilibré.

Nous estimons qu'une approche multi-gérants permet aux investisseurs de profiter des bénéfices d'une diversification en comparaison à un fonds mono-gérant. Un portefeuille investi en fonds de fonds d'infrastructures suffisamment diversifié peut

¹ Source : Deutsche Asset Management, « Why Invest in Infrastructure? » Mai 2017.

² Source : Russell Investments.



ainsi fournir une exposition à plus de 100 actifs sous-jacents, contre environ 10 à 15 en moyenne dans un fonds investi en direct.² Les clients d'un fonds investi en direct seront peut-être exposés à différents secteurs (tels que l'énergie, les services aux collectivités, les transports ou les actifs publics), mais seulement à raison d'un ou deux actifs pour chacun d'entre eux. Alors qu'une approche multi-gérants offrira une exposition à de nombreux actifs au sein d'un secteur, permettant ainsi d'exploiter les vertus de la diversification offertes par les multiples sous-secteurs et types d'actifs présents

Une telle approche offre la possibilité d'améliorer les rendements et de réduire le risque, compte tenu des faibles corrélations intra-sectorielles. Les actifs d'un même secteur peuvent en effet se caractériser par des profils de risques et des moteurs de rendement très divers, rendant cette diversification intra sectorielle encore plus efficace. Prenons l'exemple de deux actifs :

un gazoduc midstream avec un mécanisme « take-or-pay », et une centrale électrique. Chacun appartient à un sous-secteur de l'énergie, mais leurs rendements sont faiblement corrélés car ils n'ont pas les mêmes degrés de sensibilité à la croissance économique et à l'inflation. La meilleure pratique, consiste selon nous dans le cadre d'une construction de portefeuille à soigneusement étudier le pouvoir de diversification offert par ces corrélations imparfaites au sein d'un même secteur.

Obstacle n°2 : Gestion des expositions

Une fois le portefeuille d'infrastructures construit, l'enjeu consiste à gérer cette exposition, à la fois en termes d'actifs investis et de choix d'allocation stratégique.

Les fonds fermés représentent le principal moyen d'accès aux infrastructures non cotées, mais ces instruments ont une durée de vie limitée. Leur fonctionnement consiste à appeler le capital pendant la période d'investissement, puis à le restituer une fois les actifs vendus : pour maintenir le niveau total d'exposition voulue, il faut donc que les investisseurs effectuent régulièrement des investissements et que le calendrier des appels de fonds ainsi que des distributions soit bien anticipé.

Au fur et à mesure que les actifs des fonds sous-jacents sont arbitrés, l'allocation du portefeuille aux principaux facteurs de diversification évolue. Gérer des allocations stratégiques nécessite donc à la fois un suivi rigoureux et continu des fonds sous-jacents, ainsi qu'une surveillance constante du marché afin d'identifier les nouveaux produits susceptibles de combler une exposition souhaitée. À cet égard, des expertises poussées de gestion de portefeuille et de recherche nous semblent essentielles afin de gérer efficacement le suivi des expositions.

Obstacle n°3 : Suivi opérationnel

Comme pour les autres classes d'actifs non cotées telles que l'immobilier et le capital-investissement, les infrastructures s'accompagnent de tâches opérationnelles spécifiques. Par exemple, un fonds fermé doit typiquement pouvoir procéder à :

- 15 à 20 appels de fonds sur une période de cinq ans
- 20 à 30 distributions pendant les 12 ans de la durée de vie du fonds
- Des fonctions de gouvernance à accomplir chaque année pour le fonds, tels que les votes, les assemblées générales et les réunions de conseil avec les investisseurs
- Des due diligence en continu

A noter que ce travail s'applique à chacun des actifs présents en portefeuille et se trouve donc démultiplié dans le cas d'un fonds diversifié.

Ces activités représentent un véritable poids opérationnel, qui par expérience n'est pas forcément priorisé par les investisseurs généralistes. Ce qui peut s'avérer problématique, dans la mesure où l'aspect opérationnel de la gestion de portefeuille représente souvent une source de risque dissimulée. Le coût d'une erreur opérationnelle (comme oublier un appel de fonds ou négliger un signal d'alerte mis en évidence par la due diligence) peut facilement réduire à néant tout le travail accompli par l'investisseur en termes de gestion et de construction de portefeuille.

² Source : Russell Investments.

De par notre expérience, une large équipe, spécialisée et rompue aux marchés non cotés est indispensable pour garantir l'exécution convenable de toutes ces tâches opérationnelles et ainsi éviter des erreurs qui pourraient avoir de fâcheuses conséquences. Qu'un investisseur dispose déjà d'une allocation aux infrastructures non cotées ou qu'il en envisage une, il est recommandé de vérifier si son équipe possède les ressources et l'expérience suffisantes pour accomplir ce travail et ainsi limiter les risques induits.

Obstacle n°4 : Investir avec discipline et flexibilité

L'horizon de long terme associé aux actifs d'infrastructures peut amplifier les erreurs d'investissement, tels que surestimer un taux de croissance, ou sous-estimer un risque d'obsolescence. Un investissement réussi sur cette classe d'actifs nécessite selon nous un juste équilibre entre rigueur, pour éviter les investissements défaillants et flexibilité permettant de s'adapter aux conditions de marchés.

Cela se reflète clairement dans notre processus d'investissement : **nous investissons dans des actifs de long terme, à forte intensité capitalistique, qui dégagent des revenus confortables en échange de services essentiels aux économies qui participent à l'amélioration de la qualité de vie.** Les investisseurs doivent selon nous disposer d'un cadre permettant de guider la construction de leur portefeuille d'infrastructures, la sélection des gérants sous-jacents et le suivi des investissements. Plusieurs critères nous permettent de différencier notre philosophie d'investissement. Ainsi, nous n'investissons que dans des actifs cœur d'infrastructures, et non dans des actifs satellites tels que des services annexes. Malgré l'intérêt de beaucoup d'investisseurs, nous considérons que cette approche comporte un profil de risque distinct avec un potentiel de perte qui n'est pas forcément comparable à celui des actifs cœur.

Notre approche vise à reconnaître que ce qui constitue un service essentiel pour une économie peut évoluer dans le temps. Une approche empirique est importante pour déceler les nouveaux secteurs d'infrastructures qui permettront d'éviter le risque d'obsolescence, tout en répondant à nos exigences d'investissement en termes d'opportunités.

Comment est-ce que cela se concrétise ? Les investisseurs qui poursuivent cette approche sont susceptibles de s'exposer à des actifs qui ne correspondent pas forcément à des infrastructures traditionnelles, mais qui sont à l'inverse dotées de solides barrières à l'entrée, qu'elles soient garanties par le gouvernement ou par la structure du marché. Par exemple, nous estimons que le stockage de données est devenu depuis quelques années un service essentiel pour les économies modernes. Cela représente un défi dans la mesure où les centres de données affichent des caractéristiques peu attractives : peu de barrières à l'entrée, contrats de courte durée, risque d'obsolescence important et investissements élevés non recouvrables. Néanmoins, en étudiant le secteur de manière approfondie, nous avons identifié un point d'entrée qui contourne toutes ces problématiques : un centre de données dans la région Asie-Pacifique à l'usage exclusif d'une agence gouvernementale, disposant de revenus et dépenses préalablement contractualisés et nécessitant des exigences élevées liées à la sécurité, s'avère disposer selon nous d'une forte barrière à l'entrée.

Conclusion

Nous estimons que les infrastructures non cotées valent la peine de s'y intéresser. Cela étant, les investisseurs font face à des contraintes propres aux marchés privés lorsqu'il s'agit de construire et de gérer une allocation dédiée aux actifs d'infrastructure. Ces défis sont présents tout au long du cycle d'investissement, de la construction du portefeuille à la gestion des expositions, en passant par l'exécution des tâches opérationnelles. Une erreur dans l'un de ces domaines peut facilement mettre en péril la performance du portefeuille dans son ensemble. Nous estimons que l'expertise d'un spécialiste dans tous ces domaines est indispensable pour accéder à l'ensemble des opportunités que recèle cette classe d'actifs.

Les opinions exprimées sont celles de Russell Investments, ne constituent pas des énoncés de faits, sont sujettes à modification et ne représentent pas un conseil en investissement.

POUR PLUS D'INFORMATIONS, Veuillez contacter:

+33 (0)1 53 57 40 20 ou envoyez-nous un email à

nthury@russellinvestments.com

INFORMATION IMPORTANTE

Réservé aux clients professionnels

Ce document est destiné à des investisseurs professionnels au sens de la directive européenne Marchés d'Instruments Financiers (MIF). Il est produit et diffusé par Russell Investments France. L'ensemble des informations contenues dans ce document peut être amené à changer sans avertissement préalable.

Toute reproduction ou utilisation (même partielle), sans autorisation, de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de Russell Investments France sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de Russell Investments France. En conséquence, Russell Investments France ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses. Toutes les données sont issues de Russell Investments France sauf avis contraire. Les informations fournies par des tiers proviennent de sources que nous pensons fiables mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude.

Publié par Russell Investments France - 6, rue Christophe Colomb – 75008 Paris. Société de gestion de portefeuille titulaire de l'agrément AMF N° GP-12000010 en date du 28 mars 2012. S.A.S. au capital de 3 370 000 euros immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 750 380 214 R.C.S. Paris.

© 1995-2022 Russell Investments Group, LLC. Tous droits réservés.

PRS-01202 M560