

Circulaire

Bruxelles, le 6 décembre 2018

Référence : NBB_2018_29

vosre correspondant:

Nicolas Colpaert
tél. +32 2 221 35 02 – fax +32 2 221 31 04
nicolas.colpaert@nbb.be

Investissements d'infrastructure sous le régime Solvabilité II

Champ d'application

Entreprises d'assurance ou de réassurance de droit belge.

Groupes d'assurance ou de réassurance de droit belge.

Résumé/Objectifs

Par la présente circulaire, la Banque nationale de Belgique apporte des précisions complémentaires sur la définition et les critères d'éligibilité d'un investissement dans des entités d'infrastructure et dans des sociétés d'infrastructure sous le régime Solvabilité II.

Structure

1. *Définitions*
2. *Critères*
3. *Gestion des risques*
4. *Règlement délégué « Solvabilité II » : amendements possibles*

Madame,
Monsieur,

Le 8 juin 2017, la Commission européenne a publié le règlement délégué 2017/1542 modifiant le règlement délégué « Solvabilité II » en ce qui concerne le calcul des exigences réglementaires de capital pour plusieurs catégories d'actifs détenus par les entreprises d'assurance et de réassurance. Ce règlement délégué entend lever les barrières injustifiées aux investissements à long terme dans le cadre du régime Solvabilité II. L'une de ces catégories d'actifs porte sur la catégorie d'actifs d'infrastructure, qui fait l'objet de la présente circulaire.

La catégorie d'actifs d'infrastructure est encadrée dans le règlement délégué par des définitions et des critères garantissant que les investissements d'infrastructure présentent un bon profil de risque en termes de résistance au stress, de prévisibilité des flux de trésorerie et de protection assurée par le cadre contractuel. Le respect de ces critères devrait être le gage de l'instauration d'une politique prudentielle solide en matière d'investissements d'infrastructure. L'évaluation des critères ne nécessite nullement l'introduction d'un dossier d'approbation auprès de l'autorité de contrôle.

Par la présente circulaire, la Banque nationale de Belgique (la Banque) apporte des précisions complémentaires sur la définition et les critères d'éligibilité d'un investissement dans des entités d'infrastructure sous le régime Solvabilité II. Par ailleurs, elle propose une version plus détaillée des critères d'évaluation de l'ABE. Les entreprises pourront si elles le souhaitent et le cas échéant s'aider de ces précisions complémentaires et des critères d'évaluation de l'ABE pour apprécier les risques liés aux investissements d'infrastructure. Ces critères d'évaluation concourent à l'évaluation globale, aucune règle n'impose d'obtenir un scoring moyen précis. La poursuite de l'élaboration des critères du règlement délégué vise à faciliter les investissements d'infrastructure. L'objectif n'est pas d'imposer des exigences supplémentaires.

1. Définitions

Article 1, paragraphe 55a. :

*« **actifs d'infrastructure** » : les actifs ou structures physiques, ou les équipements, systèmes et réseaux qui fournissent ou soutiennent des services publics essentiels.*

Article 1, paragraphe 55b. :

*« **entité d'infrastructure** » : une entité ou un groupe d'entreprises qui, au cours de l'exercice le plus récent de cette entité ou de ce groupe pour lequel des chiffres sont disponibles, ou sur la base d'une proposition de financement, tire la plus grande partie de ses recettes du fait de posséder, financer, développer ou exploiter des actifs d'infrastructure.*

1.1. Actifs d'infrastructure

Sont considérés comme infrastructure les services assurant le maintien des fonctions exercées par les pouvoirs publics et contribuant au bien-être de la population. Cela peut inclure des services relevant de l'ensemble des domaines suivants : la santé, la sécurité, l'économie et le social. La définition proposée inclut également les actifs d'infrastructure qui soutiennent des services publics essentiels. L'on pourrait citer à titre d'exemple les bâtiments abritant les services de lutte contre les incendies, ou une centrale de production d'énergie renouvelable vendant de l'électricité à un service public. Le terme « essentiel » vise à prendre en considération le fait que la définition ne devrait pas englober n'importe quel service ou activité qui favorise le bien-être de la population.

La référence faite aux services publics dans la définition n'a pas vocation à écarter les services qui ne sont pas fournis directement par l'État ou par un autre organisme public. Toutefois, elle permettrait d'exclure par exemple une centrale qui fournit de l'électricité à une seule usine et ne sert donc pas l'intérêt public.

Il convient de juger au cas par cas de la conformité d'un actif d'infrastructure à la définition. Entre autres exemples de secteurs où l'on retrouve typiquement des actifs d'infrastructure, citons les services publics, le logement social, les services d'utilité publique tels que l'énergie, les soins de santé, les transports, les télécommunications et le traitement des déchets.

1.2. Entité d'infrastructure

L'entité d'infrastructure peut être active dans le financement de projet, ou il peut s'agir d'une société d'infrastructure.

L'entité de projet ne devrait pas exercer des activités sans lien avec le projet d'infrastructure. Le projet devrait également être sauvegardé au cas où le promoteur du projet rencontrerait des difficultés financières. Contrairement au « financement de société », le terme « financement de projet » sous-entend d'ores et déjà que l'importance des activités sans lien avec le projet devrait être négligeable et qu'il devrait exister un véritable cloisonnement par rapport à d'autres entités (auquel on parvient en général en créant un SPV¹).

L'on considère que l'une des raisons pour lesquelles les taux de recouvrement observés dans les financements de projet sont supérieurs à ceux de la plupart des créances sur sociétés est que les prêteurs y sont en position de force.

L'investissement devrait concerner une entité créée dans le seul but de financer ou d'exploiter des actifs physiques ou devrait constituer un risque économiquement comparable, suivant le principe de la prééminence du fond sur la forme. Pour s'assurer que l'entité ne réalise pas d'investissements substantiels dans des activités autres que l'infrastructure, seuls les flux de trésorerie directement liés à l'infrastructure devraient être pris en compte lorsqu'il s'agit d'évaluer dans quelle mesure le critère de résistance est rempli.

Les dispositions contractuelles devraient donner au prêteur un degré important de contrôle sur les actifs et les revenus qu'ils produisent, et la première source de remboursement du prêt devrait résider dans les revenus générés par les actifs financés, plutôt que dans la capacité indépendante de remboursement d'une société commerciale considérée dans son ensemble.

2. Critères – Investissements éligibles dans une entité d'infrastructure active dans le financement de projet

On entend par investissement d'infrastructure éligible un investissement dans une entité d'infrastructure qui remplit les critères énoncés à l'article 164 bis. Eu égard à la complexité des investissements d'infrastructure, les entreprises d'assurances peuvent faire appel à l'expertise de conseillers techniques, juridiques et fiscaux.

¹ Un *Special Purpose Vehicle* (entité à vocation spéciale, SPV) est une entité juridique créée afin de remplir des objectifs restreints, spécifiques ou temporaires, utilisée traditionnellement afin d'isoler des risques financiers (la structure actif/passif et le statut juridique du SPV sécurisent ses engagements, même en cas de faillite de sa maison-mère par exemple).

2.1. Test de résistance

Critère énoncé à l'article 164 bis, paragraphe 1^{er}, point a) :

les flux de trésorerie que génèrent les actifs d'infrastructure permettent que tous les engagements financiers soient honorés en cas de choc durable ayant une incidence sur le risque inhérent au projet.

Les flux de trésorerie générés par le projet sont la première source de versements aux créanciers (cf. la définition d'« entité d'infrastructure »). Le projet devrait donc être en mesure d'honorer ses engagements en période de tensions. Il est donc très important de réaliser des tests de résistance approfondis. La charge de travail supplémentaire que cela entraînera devrait être réduite puisque les tests de résistance sont habituels en financement de projet. Ces simulations ont pour objectif d'obliger les assureurs à examiner en profondeur les risques du projet et de les aider à mieux cerner ses points de vulnérabilité.

L'analyse de simulation de crise complète également les autres critères d'éligibilité. Certains parmi eux réduisent la probabilité de survenance d'un événement défavorable (l'obligation faite à l'entreprise de construction d'être financièrement solide réduit par exemple la probabilité qu'elle devienne insolvable). Cependant, l'incidence financière d'un événement défavorable éventuel peut considérablement varier selon la structure du projet et doit également être prise en compte.

Dessiner le profil de risque hautement idiosyncratique d'un projet au moyen d'un nombre limité de critères forcément généraux a ses limites. L'élaboration et la mise en œuvre de scénarios de crise spécifiquement adaptés à ce projet devraient contrebalancer cet inconvénient.

Tous les « chocs » durables ayant une incidence sur le risque inhérent au projet devraient faire l'objet d'une simulation. La liste de scénarios présentée ci-dessous ne se veut donc pas exhaustive. Selon la nature du projet, d'autres scénarios peuvent également s'appliquer. Les scénarios de crise utilisés pour apporter la preuve que le projet est à même d'honorer ses engagements financiers devraient inclure les situations suivantes, dans la mesure où elles s'appliquent aux risques inhérents au projet (liste non exhaustive) :

- a) conditions de refinancement défavorables ;
- b) choc économique grave ;
- c) retards dans la conception ou la construction ;
- d) insolvabilité de l'entreprise de construction ;
- e) conditions climatiques défavorables ;
- f) arrêts d'exploitation ;
- g) insolvabilité de l'exploitant ;
- h) baisse du niveau de production ou d'utilisation ;
- i) baisse des prix par unité de production ou d'utilisation ;
- j) hausse des frais d'exploitation ;
- k) hausse de l'inflation.

D'une manière générale, la mise au point des scénarios de crise devrait également tenir compte d'expériences empiriques pertinentes.

2.2. Prévisibilité des flux de trésorerie

Critère énoncé à l'article 164 bis, paragraphe 1^{er}, point b) :

les flux de trésorerie que génère l'entité d'infrastructure pour les fournisseurs de dette et les investisseurs en actions sont prévisibles.

Article 164 bis, paragraphe 2 : aux fins du paragraphe 1^{er}, point b), les flux de trésorerie générés pour les fournisseurs de dette et les investisseurs en actions ne sont considérés comme prévisibles que si l'ensemble des recettes, sauf part négligeable, remplit les conditions suivantes :

(a) l'un des critères suivants est rempli :

- (i) les recettes sont basées sur la disponibilité ;*
- (ii) les recettes sont soumises à une réglementation du taux de rendement ;*
- (iii) les recettes font l'objet d'un contrat de prise ferme (take-or-pay) ;*
- (iv) le niveau de production, ou l'usage, et le prix remplissent chacun au moins l'un des critères suivants :*
 - ils sont réglementés ;*
 - ils sont fixés contractuellement ;*
 - ils sont suffisamment prévisibles du fait d'un faible risque de demande ;*

(b) lorsque les recettes de l'entité d'infrastructure ne proviennent pas de paiements effectués par un grand nombre d'usagers, la partie qui s'engage à acheter les biens ou les services fournis par l'entité d'infrastructure est l'une des entités suivantes :

- (i) une entité visée à l'article 180, paragraphe 2, du présent règlement ;*
- (ii) une autorité régionale ou locale visée dans le règlement adopté en vertu de l'article 109 bis, paragraphe 2, point a), de la directive 2009/138/CE ;*
- (iii) une entité à laquelle un OEEC a attribué un échelon de qualité de crédit d'au minimum 3 ;*
- (iv) une entité remplaçable sans modification importante du niveau ni du calendrier des recettes.*

Les actifs d'infrastructure sont en général extrêmement spécifiques. Il sera probablement impossible de redéployer ces actifs à d'autres fins, comme par exemple dans le cas d'un pont, sauf à en réduire considérablement la valeur. Par ailleurs, les projets d'infrastructure recourent fréquemment à un levier financier plus important que les entreprises et présentent un levier d'exploitation élevé, étant donné que leurs coûts marginaux sont faibles par rapport à leurs coûts fixes. Par conséquent, les projets doivent dégager des recettes prévisibles pour générer des flux de trésorerie prévisibles pour les investisseurs.

Les recettes prévisibles peuvent découler d'un contrat de disponibilité² ou de prise ferme (*take-or-pay*)³ ou d'une réglementation du taux de rendement (*rate-of-return regulation*). Dans d'autres situations, les recettes pourraient être prévisibles du fait que tant le niveau de production ou d'utilisation que le prix par niveau de production ou d'utilisation sont prévisibles. Il pourrait en être ainsi parce que la production, l'utilisation ou le prix est réglementé ou fixé contractuellement, ou parce que le risque lié à la demande est faible. De manière générale, il ne suffirait pas qu'un seul de ces facteurs soit prévisible. Dans un projet de production d'énergie (renouvelable), la prévisibilité de la production peut être évaluée à l'aide d'études techniques, portant par exemple sur l'estimation statistique de la quantité minimum d'ensoleillement, de vent, etc.

Les entités qui pourraient être assimilées à celles recensées à l'article 164 bis, paragraphe 2, point b), i) et ii), sont les suivantes :

1. les entreprises publiques ou les autorités dotées de la personnalité juridique, les institutions publiques et les associations de droit public, ou tout autre service public doté de la personnalité juridique ;
2. les autorités administratives qui remplissent des missions de service public relevant de la compétence des régions, des communautés, des provinces ou des communes ;
3. les entreprises publiques non commerciales détenues par l'État ou par un service public de l'État doté de la personnalité juridique, une région ou une communauté, et dont les engagements sont formellement garantis par l'État (légalement ou contractuellement), une région ou une communauté.

Dans ses critères d'évaluation du risque lié à la demande, l'ABE définit les sous-facteurs suivants et établit quatre catégories de risque (la catégorie 1 reflète le risque le plus faible) :

- conditions de marché
 - Catégorie 1 : peu de fournisseurs concurrents ou avantage substantiel et durable sur le plan de la localisation, des coûts ou de la technologie. Demande forte et croissante.
 - Catégorie 2 : peu de fournisseurs concurrents ou avantage supérieur à la moyenne mais pouvant ne pas durer sur le plan de la localisation, des coûts ou de la technologie. Demande forte et stable.
 - Catégorie 3 : pas d'avantage sur le plan de la localisation, des coûts ou de la technologie. Demande suffisante et stable.
 - Catégorie 4 : localisation, coûts ou technologie moins bons que la moyenne. Demande faible et en baisse.

Quand les recettes ne proviennent pas d'un grand nombre d'utilisateurs, une défaillance de l'acquéreur pourrait entraîner de lourdes pertes. De plus, les projets d'infrastructure peuvent s'étaler sur plusieurs décennies. La solidité financière de l'acquéreur devrait donc être suffisante. Dans ses critères d'évaluation

² Dans les partenariats public-privé basés sur la disponibilité (*availability-based PPPs*) le secteur public acquiert des fournitures ou des services de base. Les versements y sont liés à la disponibilité de l'actif plutôt qu'à son niveau d'utilisation (les écoles, les hôpitaux et les bâtiments publics en sont des exemples typiques). La plupart des projets intègrent un niveau élevé de spécifications de livraison et sont également susceptibles de tenir compte de la qualité de gestion des équipements concernés. Pour autant que les normes de livraison prescrites soient respectées, la société de concession perçoit des versements de recettes annuels.

³ Un contrat de prise ferme (*take-or-pay*) est un contrat par lequel il est convenu qu'un client achète la production ou le service au fournisseur ou, à défaut, lui verse des indemnités. Tant le prix que les indemnités sont fixés au contrat.

des recettes, incluant le risque lié au contrat d'enlèvement⁴, l'ABE définit les sous-facteurs suivants et établit quatre catégories de risque (la catégorie 1 reflète le risque le plus faible) :

- quelle est la solidité des contrats de revenus (par exemple les contrats d'enlèvement⁵, les accords de concession, les flux de revenus dans un partenariat public-privé, et autres contrats de revenus) ? Quelle est la qualité des clauses de résiliation⁶ ?
 - Catégorie 1 : excellente solidité des revenus.
 - Catégorie 2 : bonne solidité des revenus.
 - Catégorie 3 : solidité des revenus acceptable.
 - Catégorie 4 : les revenus du projet ne sont pas assurés et des indices laissent penser que certains revenus pourraient ne pas être perçus.
- s'il existe un contrat de prise ferme ou un contrat d'achat à prix fixe
 - Catégorie 1 : excellente solvabilité de l'acheteur ; clauses de résiliation fermes ; durée du contrat dépassant largement la date d'échéance de la dette.
 - Catégorie 2 : bonne solvabilité de l'acheteur, clauses de résiliation fermes ; durée du contrat dépassant la date d'échéance de la dette.
 - Catégorie 3 : capacité financière de l'acheteur acceptable ; clauses de résiliation normales ; durée du contrat généralement égale à la date d'échéance de la dette.
 - Catégorie 4 : capacité financière de l'acheteur faible ; clauses de résiliation souples ; la durée du contrat ne dépasse pas la date d'échéance de la dette.
- en l'absence de contrat de prise ferme ou de contrat d'achat à prix fixe
 - Catégorie 1 : le projet fournit des services essentiels ou une matière première vendue à grande échelle sur un marché mondial ; la production peut être aisément absorbée aux prix prévus même en cas de taux de croissance du marché inférieurs aux niveaux historiques.
 - Catégorie 2 : le projet fournit des services essentiels ou une matière première vendue à grande échelle sur un marché régional qui l'absorbera au prix prévu et aux taux de croissance historiques.
 - Catégorie 3 : la matière première est vendue sur un marché restreint qui ne peut l'absorber qu'à des prix inférieurs aux prévisions.
 - Catégorie 4 : la production du projet n'intéresse qu'un ou quelques acheteurs et n'est le plus souvent pas vendue sur un marché organisé.

⁴ Le risque lié au contrat d'enlèvement (*off-take risk*) correspond au risque qu'il n'y ait pas de demande pour la production ou le service au prix auquel il est fourni ou que l'acquéreur ne soit pas en mesure ou refuse d'honorer son engagement d'acheter la production ou le service.

⁵ Un contrat d'enlèvement (*off-take contract*) est un contrat entre le producteur d'une ressource, d'un produit ou d'un service et l'acquéreur (*off-taker*) d'une ressource, par lequel ce dernier s'engage à acheter ou vendre un pourcentage de la production future du producteur. Un contrat d'enlèvement est d'habitude conclu avant la construction d'une installation de manière à garantir un marché pour la production future de l'installation. L'objectif est de fournir au producteur un revenu stable et suffisant pour rembourser sa dette, couvrir les frais d'exploitation et assurer le rendement voulu.

⁶ Une clause de résiliation est une disposition d'un contrat qui en prévoit la résiliation dans des circonstances précises.

2.3. Cadre contractuel

Critère énoncé à l'article 164 bis, paragraphe 1^{er}, point c) :

les actifs d'infrastructure et l'entité d'infrastructure sont régis par un cadre réglementaire ou contractuel qui garantit aux fournisseurs de dette et aux investisseurs en actions un niveau élevé de protection, et notamment :

- (a) le cadre contractuel contient des dispositions qui protègent efficacement les fournisseurs de dette et les investisseurs en actions contre les pertes qui pourraient résulter de l'arrêt du projet par la partie qui s'engage à acheter les biens ou les services fournis par le projet d'infrastructure, sauf si l'une des conditions suivantes est remplie :*
 - i. les recettes de l'entité d'infrastructure proviennent de paiements effectués par un grand nombre d'utilisateurs ;*
 - ii. les recettes sont soumises à une réglementation du taux de rendement ;*
- (b) l'entité d'infrastructure dispose de réserves ou d'autres ressources financières suffisantes pour faire face aux imprévus et aux besoins en fonds de roulement du projet ;*

lorsque les investissements sont en obligations ou en prêts, le cadre contractuel prévoit également ce qui suit :

- (i) dans la mesure permise par la loi, les fournisseurs de dette jouissent d'une sûreté sur l'ensemble des actifs et contrats qui sont critiques pour l'exécution du projet ;*
- (ii) l'utilisation, à des fins autres que le service des dettes, des flux de trésorerie d'exploitation nets du projet après paiements obligatoires est soumise à restrictions ;*
- (iii) des restrictions sont imposées aux activités qui pourraient être préjudiciables aux fournisseurs de dette, et notamment le fait que l'émission de nouvelle dette ne peut avoir lieu sans le consentement des fournisseurs de dette existants sous une forme convenue avec eux, sauf si de telles émissions de dette sont autorisées par la documentation de la dette existante.*

Nonobstant le deuxième alinéa, point i), pour les investissements en obligations ou en prêts, lorsque les entreprises peuvent démontrer qu'une sûreté sur l'ensemble des actifs et contrats n'est pas essentielle pour que les fournisseurs de dette protègent ou récupèrent effectivement la plus grande partie de leur investissement, d'autres mécanismes de garantie peuvent être utilisés. Dans ce cas, les autres mécanismes de garantie comprennent au moins l'un des mécanismes suivants :

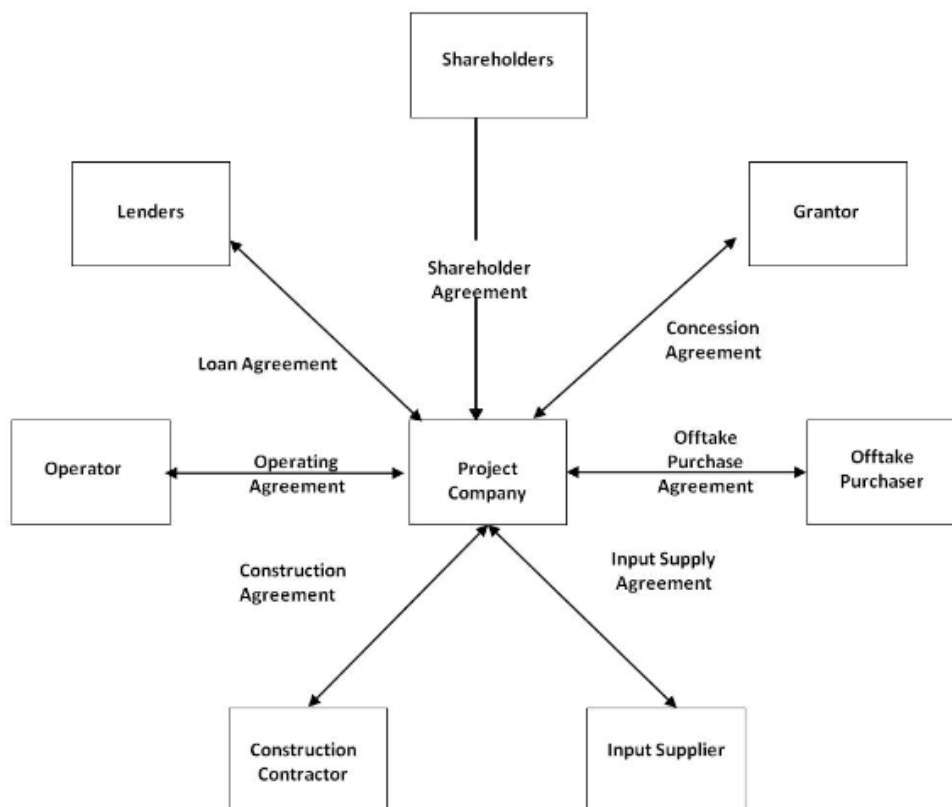
- i) gage d'actions ;*
- ii) droits d'intervention ;*
- iii) privilège sur des comptes bancaires ;*
- iv) contrôle des flux de trésorerie ;*
- v) dispositions pour l'attribution de contrats.*

Pour atténuer bon nombre de risques associés au projet, il est crucial que les dispositions contractuelles soient adaptées et définissent clairement les obligations des différentes parties au projet. De l'adéquation des dispositions contractuelles dépendra le respect de nombreux critères liés aux dettes non notées et aux actions, comme le transfert de risque de construction ou d'exploitation.

Pour qu'une couverture contre les pertes dues à une cessation du projet du fait de la partie qui s'engage à acheter les biens ou les services de l'entité d'infrastructure soit réelle, il s'agit que les créanciers et les actionnaires bénéficient d'une protection effective sinon nécessairement complète.

En cas de placement sous forme d'obligations ou de prêts, il convient que le cadre contractuel prévoie de limiter la capacité de l'entité d'infrastructure à exercer des activités qui pourraient être préjudiciables aux créanciers. L'émission de dette nouvelle ne peut avoir lieu sans l'assentiment des créanciers existants. Les créanciers peuvent établir ex ante certaines clauses contractuelles fixant les conditions auxquelles il est permis d'émettre de la dette nouvelle.

Le Centre de ressources des PPP dans le secteur des infrastructures de la Banque mondiale⁷ décrit un exemple de structure courante (simplifiée pour la cause) de financement de projet. Il s'agit en l'occurrence d'un projet dit de « construction-exploitation-transfert » (*build, operate and transfer, BOT*) :



Comme le montre le graphique ci-dessus, le nombre de contrats et les dispositions peuvent former un système complexe. De plus, tous les types de conventions, comme par exemple l'*interlender agreement* entre fournisseurs de crédits ou l'*interface agreement* entre l'exploitant et l'entreprise de construction, les promoteurs et/ou les fournisseurs en amont, n'y figurent pas. Les conventions doivent définir avec soin les interrelations entre les différentes parties.

Grâce aux sûretés, les activités de l'entité d'infrastructure sont encadrées tout au long de son existence de manière à réduire le risque encouru par les prêteurs. Généralement, les restrictions portent sur les investissements autorisés, la dette émise, les dividendes versés aux investisseurs en actions, les privilèges supplémentaires ou autres charges, l'agrandissement du projet ainsi que les contrats de vente et de cession-bail d'actifs du projet. Grâce aux sûretés, les créanciers devraient être mieux protégés que les investisseurs en actions. Ce critère ne s'applique donc qu'aux investissements en dette.

Dans ses critères d'évaluation des sûretés, l'ABE définit les sous-facteurs suivants et établit quatre catégories de risque (la catégorie 1 reflète le risque le plus faible) :

⁷ Cf. <https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/financing/project-finance-concepts>.

(a) cession des contrats et comptes

- Catégorie 1 : entièrement complète
- Catégorie 2 : complète
- Catégorie 3 : acceptable
- Catégorie 4 : faible

(b) gage sur actifs, en tenant compte de la qualité, de la valeur et de la liquidité des actifs

- Catégorie 1 : sûreté parfaite de premier rang sur les actifs de projet, contrats, permis et comptes nécessaires au fonctionnement du projet⁸.
- Catégorie 2 : sûreté parfaite sur les actifs de projet, contrats, permis et comptes nécessaires au fonctionnement du projet.
- Catégorie 3 : sûreté acceptable sur les actifs de projet, contrats, permis et comptes nécessaires au fonctionnement du projet.
- Catégorie 4 : Peu de sûretés ou de garanties pour les prêteurs, clause de non-nantissement faible⁹.

(c) contrôle des prêteurs sur les flux de trésorerie (par exemple, *cash sweeps*¹⁰, compte séquestre distinct¹¹)

- Catégorie 1 : fort
- Catégorie 2 : satisfaisant
- Catégorie 3 : correct
- Catégorie 4 : faible

(d) solidité de l'ensemble des dispositions contractuelles de paiement (remboursements anticipés obligatoires¹², différés de paiement¹³, paiements en cascade¹⁴, limitations de dividendes¹⁵, etc.)

- Catégorie 1 : clauses fortes pour ce type de projet. Le projet ne peut pas émettre de dette supplémentaire.
- Catégorie 2 : clauses satisfaisantes pour ce type de projet. Le projet ne peut émettre qu'un montant très limité de dettes supplémentaires.

⁸ Une sûreté parfaite de premier rang (*first perfected security*) est une sûreté sur un actif (hypothéqué en garantie) protégé des autres créanciers. L'on parfait une sûreté en l'inscrivant auprès de l'institution légale appropriée afin qu'elle soit légalement exécutoire et que toute revendication ultérieure relative à cet actif soit déclarée de rang inférieur.

⁹ Une clause de non-nantissement (*negative pledge*) est une clause indiquant que l'établissement ne donnera aucun de ses actifs en nantissement si les prêteurs s'en trouvent ainsi moins protégés.

¹⁰ Par *cash sweep*, l'on entend l'obligation d'affecter les flux de trésorerie disponible excédentaires à la réduction de l'encours de la dette plutôt que de les distribuer aux actionnaires.

¹¹ Un compte séquestre (*escrow account*) distinct est un compte séquestre au nom du promoteur détenu par une banque en vertu d'une convention séquestre entre le prêteur et l'emprunteur, prévoyant des instructions irrévocables de la part de l'emprunteur visant à ce que l'ensemble des revenus d'exploitation ou du produit de la vente d'actifs du projet soient versés sur ce compte, et n'autorisant la banque à effectuer des paiements provenant des fonds disponibles qu'en accord avec les documents relatifs au financement du projet.

¹² Un remboursement anticipé obligatoire est une clause par laquelle l'emprunteur est tenu de rembourser anticipativement une partie de la dette au moyen de certains revenus qu'il recevrait avant la date d'échéance.

¹³ Un différé de paiement est une clause par laquelle l'emprunteur est autorisé à commencer à effectuer des paiements à une date déterminée dans le futur.

¹⁴ Le système de paiements en cascade est une clause par laquelle les flux de trésorerie du projet sont modélisés au moyen d'une cascade de flux de trésorerie indiquant la priorité de tout flux entrant et sortant.

¹⁵ Une limitation de dividendes est une clause qui définit les circonstances dans lesquelles le prêteur est en mesure d'empêcher des distributions sur titres.

- Catégorie 3 : clauses correctes pour ce type de projet. Le projet peut émettre un montant limité de dettes supplémentaires.
 - Catégorie 4 : clauses insuffisantes pour ce type de projet. Le projet peut émettre des dettes supplémentaires illimitées.
- (e) fonds de réserve (service de la dette, exploitation et entretien, renouvellement et remplacement, événements imprévus, etc.)
- Catégorie 1 : période de couverture dépassant la moyenne, les fonds de réserve sont tous approvisionnés en espèces ou grâce à des lettres de crédit émises par une banque de premier rang.
 - Catégories 2 et 3 : période de couverture égale à la moyenne, tous les fonds de réserve sont approvisionnés.
 - Catégorie 4 : période de couverture plus courte que la moyenne, les flux de trésorerie d'exploitation alimentent les fonds de réserve.

2.4. Détention jusqu'à l'échéance

Critère énoncé à l'article 164 bis, paragraphe 1^{er}, point d) :

lorsque les investissements sont en obligations ou en prêts, l'entreprise d'assurance ou de réassurance peut démontrer à son autorité de contrôle qu'elle est en mesure de les détenir jusqu'à l'échéance.

Compte tenu de la nature souvent non liquide d'un investissement d'infrastructure, l'assureur devrait être en mesure de le détenir jusqu'à son échéance si l'entité de projet ne rembourse pas anticipativement les dettes. Les éléments suivants devraient aider à évaluer si l'entreprise est à même de détenir son investissement jusqu'à son échéance. Il n'est pas requis de satisfaire à tous ces éléments à la fois.

- Importance relative du placement en infrastructure dans le portefeuille
- Rapport entre placements liquides et illiquides dans le portefeuille
- Degré de solvabilité de l'entreprise (ratio de solvabilité)
- Degré de congruence des actifs et passifs (décalage de duration, insuffisance de flux de trésorerie)
- Nombre de mécanismes d'atténuation du risque (produits dérivés, garanties, réassurance)
- Nombre d'options attachées aux passifs couverts par l'investissement (ratios de déchéance, valeur de rachat)

Dans l'évaluation des éléments précités, l'entreprise devrait se montrer suffisamment prospective. Les tests de sensibilité devraient l'aider à quantifier et anticiper l'incidence d'événements futurs sur son aptitude à détenir l'investissement jusqu'à son échéance.

Les critères décrits aux paragraphes 2.5 et 2.6 se rapportent à des investissements en actifs d'infrastructure non notés¹⁶.

¹⁶ La Banque tient à ce propos à souligner que ces critères ne sont pas contraignants mais peuvent être utiles pour évaluer le risque posé par des investissements en infrastructure même notés.

2.5. Rang de dettes non notées

Critère énoncé à l'article 164 bis, paragraphe 1^{er}, point e) :

lorsque les investissements sont en obligations ou en prêts pour lesquels il n'existe pas d'évaluation de crédit établie par un OEEC désigné, l'instrument d'investissement et les autres instruments de même rang sont d'un rang supérieur à toute créance autre que les créances légales et les créances des fournisseurs de liquidités, des fiduciaires et des contreparties de dérivés.

2.6. Autres conditions requises pour les dettes non notées et les actions

Critère énoncé à l'article 164 bis, paragraphe 1^{er}, point f) :

les investissements sont en actions, ou en obligations ou en prêts pour lesquels il n'existe pas d'évaluation de crédit établie par un OEEC désigné, les critères suivants sont remplis :

[Risque politique]

- (i) *les actifs d'infrastructure et l'entité d'infrastructure sont situés dans l'EEE ou l'OCDE ;*

[Risque de construction]

- (ii) *si l'entité d'infrastructure est dans la phase de construction, les critères suivants sont remplis par l'investisseur en actions ou, s'il y a plus d'un investisseur en actions, ils sont remplis par un groupe d'investisseurs en actions pris dans son ensemble :*

- *les investisseurs en actions ont un historique de supervision réussie de projets d'infrastructure et possèdent l'expertise nécessaire ;*
- *les investisseurs en actions présentent un faible risque de défaut, ou le risque que leur défaut entraîne des pertes importantes pour l'entité d'infrastructure est faible ;*
- *les investisseurs en actions sont incités à protéger les intérêts des investisseurs ;*

- (iii) *en cas de risque de construction, des mesures de sauvegarde garantissant la bonne fin du projet selon le cahier des charges, le budget et la date d'achèvement convenus sont prises ;*

[Risque d'exploitation]

- (iv) *lorsqu'ils sont importants, les risques opérationnels sont dûment gérés ;*

[Risque de conception et de technologie]

- (v) *l'entité d'infrastructure utilise des technologies et des conceptions testées ;*

[Risque financier]

- (vi) *la structure du capital de l'entité d'infrastructure lui permet d'assurer le service de ses dettes ;*
- (vii) *le risque de refinancement de l'entité d'infrastructure est faible ;*
- (viii) *l'entité d'infrastructure n'utilise des dérivés qu'à des fins d'atténuation du risque.*

Risque politique

L'on cantonne les investissements aux pays de l'EEE ou de l'OCDE de façon à s'assurer que les risques politiques soient limités. Les actifs d'infrastructure constituent en général des investissements spécifiques à long terme. Leur souplesse d'adaptation aux changements législatifs et réglementaires est par conséquent très faible, ce qui peut nuire substantiellement aux investisseurs. Ce point revêt une importance particulière car, tandis que beaucoup d'autres risques sont idiosyncratiques (les risques de construction, par exemple), des changements de cette nature peuvent avoir une incidence sur de nombreux projets et les possibilités de diversification sont limitées.

Dans ses critères d'évaluation de l'environnement politique et légal, l'ABE cerne les sous-facteurs suivants et établit quatre catégories de risque (la catégorie 1 reflète le risque le plus faible) :

- (a) sous-facteur : risque politique, y compris le risque de transfert, compte tenu du type de projet et des mécanismes d'atténuation
 - Catégorie 1 : exposition très faible ; si nécessaire, dispositifs d'atténuation forts.
 - Catégorie 2 : exposition faible ; si nécessaire, dispositifs d'atténuation satisfaisants.
 - Catégorie 3 : exposition modérée ; dispositifs d'atténuation corrects.
 - Catégorie 4 : exposition élevée ; dispositifs d'atténuation faibles ou inexistantes.

- (b) sous-facteur : risque de force majeure (guerre, troubles civils, etc.)
 - Catégorie 1 : exposition nulle ou très faible au risque de force majeure.
 - Catégorie 2 : exposition limitée au risque de force majeure.
 - Catégorie 3 : exposition significative au risque de force majeure qui n'est pas suffisamment atténuée.
 - Catégorie 4 : exposition significative au risque de force majeure qui n'est pas atténuée

- (c) sous-facteur : soutien public et importance du projet pour le pays à long terme
 - Catégorie 1 : projet d'importance stratégique pour le pays (de préférence orienté à l'export). Fort soutien public.
 - Catégorie 2 : projet considéré comme important pour le pays. Bon niveau de soutien public.
 - Catégorie 3 : le projet n'est pas vraiment stratégique mais apporte indubitablement des avantages au pays. Le soutien public n'est pas toujours explicite.
 - Catégorie 4 : projet non indispensable au pays. Soutien public faible ou inexistant.

- (d) sous-facteur : stabilité de l'environnement légal et réglementaire (risque de modifications législatives)
 - Catégorie 1 : environnement réglementaire favorable et stable à long terme.
 - Catégorie 2 : environnement réglementaire favorable et stable à moyen terme.
 - Catégorie 3 : les changements réglementaires peuvent être prédits avec une certitude raisonnable.
 - Catégorie 4 : des questions réglementaires actuelles ou futures peuvent avoir une incidence sur le projet.

- (e) sous-facteur : obtention de tous les soutiens et accords concernant les lois sur le contenu local
 - Catégorie 1 : fort
 - Catégorie 2 : satisfaisant

- Catégorie 3 : correct
 - Catégorie 4 : faible
- (f) sous-facteur : applicabilité des contrats, des garanties et des sûretés
- Catégories 1 et 2 : les contrats, garanties et sûretés sont opposables.
 - Catégorie 3 : les contrats, garanties et sûretés sont jugés opposables même si certains aspects non essentiels peuvent poser des problèmes.
 - Catégorie 4 : des questions essentielles restent en suspens concernant l'opposabilité effective des contrats, garanties et sûretés.

Risque lié à la construction

Durant la phase de construction, les taux marginaux de défaillance sont plus élevés et les taux de recouvrement plus faibles qu'en phase d'exploitation. Une incapacité totale à construire l'actif conformément aux spécifications de l'acquéreur, de même que des délais et des surcoûts en phase de construction, peuvent faire subir de lourdes pertes aux investisseurs. Le transfert du risque de construction vers une entreprise de construction appropriée pourrait constituer un instrument important d'atténuation de ce risque. L'entreprise de construction pourrait s'engager à livrer le projet à prix fixe et à date convenue. L'entreprise de construction devrait disposer des capacités nécessaires pour concevoir et construire l'actif conformément aux spécifications.

Le risque de construction pourrait être considéré comme transféré à une entreprise de construction appropriée si les critères suivants sont remplis :

- a) l'entité d'infrastructure conclut un contrat clés en main d'ingénierie, approvisionnement et construction (*Engineering, Procurement, Construction (EPC)*) à prix fixe et date convenue assorti d'un délai et d'une estimation des coûts réalistes ;
- b) le contrat prévoit le versement de dommages et intérêts substantiels cautionnés financièrement, ou il existe une solide garantie d'achèvement émise par des promoteurs en excellente santé financière ;
- c) l'entreprise de construction dispose du savoir-faire et des capacités nécessaires, est financièrement solide et peut se prévaloir d'antécédents solides dans la construction de projets du même type.

Dans ses critères d'évaluation du risque lié à la construction, l'ABE cerne les composantes de sous-facteur suivantes et établit quatre catégories de risque (la catégorie 1 reflète le risque le plus faible) :

- permis et implantation
 - Catégorie 1 : tous les permis ont été obtenus.
 - Catégorie 2 : certains permis n'ont pas encore été obtenus, mais leur obtention est considérée comme très probable.
 - Catégorie 3 : certains permis n'ont pas encore été obtenus, mais le processus d'octroi est bien défini et ils sont considérés comme courants.
 - Catégorie 4 : il reste à obtenir certains permis essentiels et ils ne sont pas considérés comme courants. Ils pourraient être soumis à des conditions importantes.

- type de contrat de construction
 - Catégories 1 et 2 : contrat d'EPC clés en main à prix fixe et à date convenue¹⁷.
 - Catégorie 3 : contrat clés en main à prix fixe et date convenue avec un ou plusieurs entrepreneurs.
 - Catégorie 4 : pas de contrat clés en mains à prix fixe ou contrat partiel, et/ou problèmes d'interfaces avec de multiples entrepreneurs.
- probabilité d'achèvement du projet au prix et dans les délais convenus
 - Catégorie 1 : il est presque certain que le projet sera terminé dans les délais et au prix convenus.
 - Catégorie 2 : il est très probable que le projet sera terminé dans les délais et au prix convenus.
 - Catégorie 3 : il n'est pas sûr que le projet soit terminé dans les délais et au prix convenus.
 - Catégorie 4 : des indices montrent que le projet ne sera pas terminé dans les délais et au prix convenus.
- garanties d'achèvement¹⁸ ou dommages et intérêts¹⁹
 - Catégorie 1 : dommages et intérêts substantiels couverts par des moyens financiers et/ou par une solide garantie d'achèvement par des promoteurs en excellente situation financière.
 - Catégorie 2 : dommages et intérêts importants couverts par des moyens financiers et/ou par une garantie d'achèvement par des promoteurs en bonne situation financière.
 - Catégorie 3 : dommages et intérêts suffisants couverts par des moyens financiers et/ou par une garantie d'achèvement par des promoteurs en bonne situation financière.
 - Catégorie 4 : dommages et intérêts insuffisants, ou non couverts par des moyens financiers ou par de faibles garanties d'achèvement.
- antécédents et solidité financière de l'entrepreneur dans le cadre d'autres projets de ce type
 - Catégorie 1 : forts
 - Catégorie 2 : bons
 - Catégorie 3 : satisfaisants
 - Catégorie 4 : faibles

L'insolvabilité du promoteur pourrait perturber les travaux de construction et l'entité d'infrastructure pourrait ne pas être en mesure d'obtenir réparation (des dommages et intérêts, par exemple). C'est pourquoi il est opportun d'être financièrement solide. Si le promoteur ne verse pas le capital dès l'abord, il est conseillé de travailler sur la base de garanties bancaires. Les dommages et intérêts offrent une protection en cas de pertes découlant d'écarts par rapport aux spécifications convenues au contrat et fournissent des incitants appropriés à l'entreprise de construction. La probabilité que l'entité d'infrastructure doive compter sur l'efficacité de ces accords est considérablement réduite si les délais et prix convenus sont réalistes. Il est dès lors préférable que des dommages et intérêts substantiels soient couverts par les moyens financiers

¹⁷ Par contrat d'ingénierie, approvisionnement et construction (EPC), ou « contrat clés en main », l'on entend un accord entre un entrepreneur spécialisé en ingénierie, approvisionnement et construction (entrepreneur EPC) et le promoteur du projet, par lequel l'entrepreneur EPC accepte de réaliser la conception technique détaillée du projet, de fournir tous les équipements et matériaux nécessaires, de construire et de livrer au promoteur une installation ou un actif en état de fonctionnement, généralement dans un délai et selon un budget convenus.

¹⁸ Une garantie d'achèvement est une garantie par laquelle l'entrepreneur s'engage vis-à-vis des prêteurs du projet à livrer le projet dans les délais prévus et, le cas échéant, à supporter les dépassements de coûts.

¹⁹ Par dommages et intérêts, l'on entend une indemnisation financière en cas de perte, de préjudice ou de tort porté aux droits ou à la propriété d'un individu, accordée sur décision de justice ou par une clause contractuelle relative à une rupture de contrat.

voulus et/ou de solides garanties d'achèvement émises par des promoteurs jouissant d'une excellente santé financière.

Le promoteur met le projet en place et peut véritablement influencer sur ses caractéristiques. Par conséquent, le promoteur est susceptible de détenir un avantage sur le plan de l'information par rapport aux autres investisseurs. Il gère également le projet au jour le jour. Il doit pour cela disposer du savoir-faire et de la solidité financière nécessaires, et être incité comme il se doit à protéger les autres investisseurs.

Dans ses critères d'évaluation du risque lié à la construction, l'ABE cerne les composantes de sous-facteur suivantes et établit quatre catégories de risque (la catégorie 1 reflète le risque le plus faible) :

(a) solidité financière du promoteur

- Catégorie 1 : promoteur solide en excellente santé financière.
- Catégorie 2 : bon promoteur en bonne santé financière.
- Catégorie 3 : promoteur dont la santé financière est adéquate.
- Catégorie 4 : promoteur peu solide présentant des faiblesses financières avérées.

(b) antécédents du promoteur et sa connaissance du pays/du secteur

- Catégorie 1 : promoteur dont les antécédents et la connaissance du pays/du secteur sont excellents.
- Catégorie 2 : promoteur dont les antécédents et la connaissance du pays/du secteur sont satisfaisants.
- Catégorie 3 : promoteur dont les antécédents et la connaissance du pays/du secteur sont adéquats.
- Catégorie 4 : promoteur dont les antécédents et la connaissance du pays/du secteur sont inexistantes ou douteux.

(c) engagement du promoteur, matérialisé par les fonds propres, la clause de propriété²⁰ et sa motivation à injecter des fonds supplémentaires si nécessaire

- Catégorie 1 : fort. Projet hautement stratégique pour le promoteur (métier de base – stratégie à long terme).
- Catégorie 2 : bon. Projet stratégique pour le promoteur (métier de base – stratégie à long terme).
- Catégorie 3 : acceptable. Projet important pour le promoteur (métier de base).
- Catégorie 4 : limité. Projet étranger à la stratégie à long terme et au métier de base du promoteur.

Risques d'exploitation

Dans ses critères d'évaluation du risque d'exploitation, l'ABE cerne les composantes de sous-facteur suivantes et établit quatre catégories de risque (la catégorie 1 reflète le risque le plus faible). Il convient de remarquer que ces critères s'appliquent aux cas où l'exploitation et/ou l'entretien de l'actif sont sous-traités, ce qui n'est pas nécessairement le cas pour chaque projet.

- Portée, nature et complexité des contrats d'exploitation et d'entretien (O&M)²¹

²⁰ Une clause de propriété pose qu'un projet ne peut être détenu par une autre entité que le propriétaire effectif (le promoteur).

²¹ Un contrat d'exploitation et d'entretien (O&M) est un contrat conclu entre le concepteur et l'exploitant. Le concepteur délègue l'exploitation, l'entretien et, souvent, la gestion du rendement du projet à un exploitant ayant un savoir-faire

- Catégorie 1 : solide contrat à long terme d'exploitation et d'entretien, de préférence avec clauses de rendement²² et/ou comptes de réserve²³, bien qu'un tel contrat ne soit pas strictement nécessaire pour effectuer l'entretien requis, étant donné que les travaux sont simples et transparents.
 - Catégorie 2 : les travaux d'exploitation et d'entretien sont relativement simples et transparents et il existe un contrat à long terme et/ou des comptes de réserve.
 - Catégorie 3 : les travaux d'exploitation et d'entretien sont complexes et un contrat est nécessaire. Le contrat et/ou les comptes de réserve sont limités.
 - Catégorie 4 : les travaux d'exploitation et d'entretien sont complexes et un contrat est strictement nécessaire. Il n'y a pas de contrat, d'où un risque de surcoûts opérationnels importants dépassant les mécanismes d'atténuation.
- Savoir-faire, antécédents et solidité financière de l'exploitant
 - Catégorie 1 : très solides, engagement des promoteurs de fournir une assistance technique
 - Catégorie 2 : solides
 - Catégorie 3 : acceptables
 - Catégorie 4 : limitées/faibles, ou exploitant local tributaire des autorités locales

Risque lié à la conception et à la technologie

Des problèmes technologiques ou de conception peuvent empêcher l'entité d'infrastructure de fournir les services prévus au contrat. De manière moins grave, ils pourraient entraîner des retards ou des coûts plus élevés que prévu. Des études relèvent que les problèmes liés à la technologie ou à la conception durant la phase de construction ou de démarrage opérationnel, ainsi que les contre-performances opérationnelles, souvent liées à des problèmes de technologie ou de conception, sont l'une des principales causes de défaut de paiement. Pour veiller à ce que les projets innovants soient sans risque, les assureurs devraient faire montre de la diligence requise afin de vérifier si la technologie est éprouvée, de préférence en se fondant sur une analyse technique. Des essais de prototype, des essais pilotes ou d'autres types d'essais encore peuvent apporter la preuve que la technologie et la conception du projet sont de qualité.

Dans ses critères d'évaluation du risque lié à la technologie et à la conception, l'ABE cerne le sous-facteur suivant et établit quatre catégories de risque (la catégorie 1 reflète le risque le plus faible) :

- risque lié à la conception et à la technologie
 - Catégories 1 et 2 : technologie et conception ont entièrement fait leurs preuves.
 - Catégorie 3 : technologie et conception ont fait leurs preuves – problèmes de démarrage compensés par de solides garanties d'achèvement.
 - Catégorie 4 : technologie et conception n'ont pas fait leurs preuves ; il existe des difficultés techniques et/ou la conception est complexe.

Risque financier

La capacité d'un projet à servir sa dette dépend du risque associé aux flux de trésorerie générés pour les investisseurs ainsi que de la structure de capital. Plus l'effet de levier est important, plus le projet devient

dans le domaine, selon les termes du contrat (portée, durée, responsabilité de l'exploitant, commissions et dommages et intérêts).

²² Les incitations au rendement ou les conventions basées sur le rendement se réfèrent à des indicateurs de rendement stratégiques et lient directement les paiements à ces indicateurs. Il peut s'agir de mesures de disponibilité, de fiabilité, de maintenabilité, de soutenabilité.

²³ Un compte de réserve d'O&M est un compte sur lequel de l'argent est versé afin de couvrir les frais d'exploitation et d'entretien du projet.

vulnérable à des flux de trésorerie moins élevés que prévu. Le niveau d'endettement devrait donc être proportionné aux risques liés au projet.

La structure de capital de l'entité d'infrastructure lui permet de servir la totalité de sa dette en partant d'hypothèses très robustes et pour autant que les conditions suivantes soient remplies :

- (a) par rapport aux pratiques du marché, les ratios financiers pertinents au regard du niveau de risque et basés sur des hypothèses très robustes, sont solides ;
- (b) le cas échéant, les ratios tiennent compte des flux de trésorerie postérieurs à l'échéance des toutes les dettes.

En cas de refinancement nécessaire de la dette, le projet est tributaire de la volonté de nouveaux prêteurs d'apporter des fonds. Selon la situation financière du projet et les conditions sur les marchés financiers, ce refinancement pourrait ne se faire qu'au prix de conditions défavorables (qui auraient des effets préjudiciables sur la dette et les investisseurs en actions existants) ou, dans le pire des cas, ne pas être du tout faisable. Le risque de refinancement devrait donc être faible.

Il ne devrait être fait appel à des produits dérivés que pour atténuer des risques liés à l'exploitation et à son financement. Les produits dérivés « spéculatifs » ne devraient pas être autorisés.

Dans ses critères d'évaluation du risque financier, l'ABE cerne les composantes de sous-facteur suivantes et établit quatre catégories de risque (la catégorie 1 reflète le risque le plus faible) :

- (a) ratios financiers tels que, par exemple, ratio de couverture de la dette (*debt service coverage ratio* [DSCR²⁴]), ratio de couverture des intérêts (ICR²⁵), ratio de couverture sur la durée du prêt (*loan life coverage ratio* [LLCR²⁶]), ratio de couverture pendant la durée du projet (*project life coverage ratio*) et ratio d'endettement (*debt-to-equity ratio*)
 - Catégorie 1 : ratios financiers solides eu égard au degré de risque du projet ; hypothèses économiques sous-jacentes très strictes.
 - Catégorie 2 : ratios financiers solides à acceptables eu égard au degré de risque du projet ; hypothèses économiques sous-jacentes strictes.
 - Catégorie 3 : ratios financiers standard eu égard au degré de risque du projet.
 - Catégorie 4 : ratios financiers inadéquats eu égard au degré de risque du projet.
- (b) structure financière
 - Plan de remboursement (composante du sous-facteur)
 - Catégorie 1 : remboursements échelonnés sans remboursement à terme.

²⁴ Le ratio de couverture de la dette (« DSCR ») est égal au rapport entre le flux de trésorerie disponible pour le service de la dette que l'actif peut générer et le remboursement exigé du principal et des intérêts sur la durée du prêt, où le flux de trésorerie disponible est calculé en soustrayant des revenus générés par le projet les dépenses d'exploitation, les dépenses en investissements, le financement par dettes ou par actions, les impôts et les ajustements du fonds de roulement.

²⁵ Le ratio de couverture des intérêts (« ICR ») est égal au rapport entre le flux de trésorerie disponible pour le service de la dette que l'actif peut générer et le remboursement exigé des intérêts sur la durée du prêt, où le flux de trésorerie disponible est calculé en soustrayant des revenus générés par le projet les dépenses d'exploitation, les dépenses en investissements, le financement par dettes ou par actions, les impôts et les ajustements du fonds de roulement.

²⁶ Le ratio de couverture sur la durée du prêt (« LLCR ») est égal au rapport entre la valeur actuelle nette du flux de trésorerie disponible pour le service de la dette et le solde restant dû, et traduit le nombre de fois que le flux de trésorerie disponible pour le service de la dette permet de rembourser le solde restant dû sur la durée du prêt, où le flux de trésorerie disponible est calculé en soustrayant des revenus générés par le projet les dépenses d'exploitation, les dépenses en investissements, le financement par dettes ou par actions, les impôts et les ajustements du fonds de roulement.

- Catégorie 2 : remboursements échelonnés sans remboursement à terme (*bullet*) ou avec remboursement à terme insignifiant.
 - Catégorie 3 : remboursements échelonnés avec remboursement à terme limité.
 - Catégorie 4 : remboursement à terme ou remboursements échelonnés avec remboursement à terme important.
- Risque lié au marché/cycle et risque de refinancement (composante du sous-facteur)
 - Catégorie 1 : peu ou très peu d'exposition au risque lié au marché ou au cycle parce que les flux de trésorerie attendus couvrent tous les remboursements futurs de l'emprunt sur la totalité de sa durée²⁷ et qu'il n'y a pas de délais importants entre les flux de trésorerie et les remboursements. Risque de refinancement nul ou très faible.
 - Catégorie 2 : exposition au risque lié au marché ou au cycle limité parce que les flux de trésorerie attendus couvrent la majorité des remboursements futurs de l'emprunt sur la totalité de sa durée et qu'il n'y a pas de délais importants entre les flux de trésorerie et les remboursements. Risque de refinancement faible.
 - Catégorie 3 : exposition au risque lié au marché ou au cycle modéré parce que les flux de trésorerie attendus ne couvrent qu'une partie des remboursements futurs de l'emprunt sur la totalité de sa durée ou qu'il y a quelques délais importants entre les flux de trésorerie et les remboursements. Risque de refinancement moyen.
 - Catégorie 4 : exposition au risque lié au marché ou au cycle élevé parce que les flux de trésorerie attendus ne couvrent qu'une petite partie des remboursements futurs de l'emprunt sur la totalité de sa durée ou qu'il y a des délais importants entre les flux de trésorerie et les remboursements. Risque de refinancement élevé.

3. Critères – Investissements en sociétés d'infrastructure éligibles

Comme l'énonce l'article 164 ter, *aux fins du présent règlement, les investissements en sociétés d'infrastructure éligibles sont des investissements réalisés dans une entité d'infrastructure qui remplit les critères suivants :*

1. *la plus grande partie des recettes de l'entité d'infrastructure provient du fait qu'elle possède, finance, développe ou exploite des actifs d'infrastructure situés dans l'EEE ou l'OCDE ;*
2. *les recettes générées par les actifs d'infrastructure satisfont à l'un des critères énoncés à l'article 164 bis, paragraphe 2, point a) ;*
3. *lorsque les recettes de l'entité d'infrastructure ne proviennent pas de paiements effectués par un grand nombre d'utilisateurs, la partie qui s'engage à acheter les biens ou les services fournis par l'entité d'infrastructure est l'une des entités visées à l'article 164 bis, paragraphe 2, point b) ;*
4. *les recettes sont diversifiées en termes d'activités, de localisation ou de payeurs, sauf si elles sont soumises à une réglementation du taux de rendement en vertu de l'article 164 bis, paragraphe 1, point c) a) ii), si elles font l'objet d'un contrat de prise ferme ou si elles reposent sur la disponibilité ;*

²⁷ La durée d'un prêt correspond à la période résiduelle de remboursement de ce prêt.

5. *lorsque les investissements sont en obligations ou en prêts, l'entreprise d'assurance ou de réassurance peut démontrer à son autorité de contrôle qu'elle est en mesure de conserver l'investissement jusqu'à l'échéance ;*
6. *lorsqu'il n'existe pas d'évaluation de crédit établie par un OEEC désigné pour l'entité d'infrastructure : a) la structure du capital de la société d'infrastructure lui permet d'assurer le service de toutes ses dettes dans des hypothèses prudentes fondées sur une analyse des ratios financiers pertinents ; b) l'entité d'infrastructure est active depuis au moins trois ans ou, dans le cas d'une entreprise acquise, elle opère depuis au moins trois ans ;*
7. *lorsqu'une évaluation de crédit établie par un OEEC désigné est disponible pour l'entité d'infrastructure, elle fait apparaître un échelon de qualité de crédit compris entre 0 et 3.*

4. Gestion du risque pour les investissements d'infrastructure éligibles ou les investissements en sociétés d'infrastructure éligibles

Article 261a : gestion du risque pour les investissements d'infrastructure éligibles ou les investissements en sociétés d'infrastructure éligibles

1. *Avant de réaliser un investissement d'infrastructure éligible ou un investissement dans une société d'infrastructure éligible, les entreprises d'assurance et de réassurance font preuve de la diligence requise, ce qui suppose notamment l'ensemble des mesures suivantes :*
 - (a) *une évaluation documentée du respect, par l'entité d'infrastructure, des critères énoncés à l'article 164 bis ou à l'article 164 ter, laquelle a fait l'objet d'un processus de validation, conduit par des personnes qui ne sont pas soumises à l'influence des personnes chargées d'évaluer le respect des critères et n'ont pas de conflit d'intérêts potentiel avec ces dernières ;*
 - (b) *une confirmation du fait que toute modélisation financière des flux de trésorerie de l'entité d'infrastructure a fait l'objet d'un processus de validation, conduit par des personnes qui ne sont pas soumises à l'influence des personnes chargées d'élaborer la modélisation financière et n'ont pas de conflit d'intérêts potentiel avec ces dernières.*
2. *Les entreprises d'assurance et de réassurance qui détiennent un investissement d'infrastructure éligible ou un investissement dans une société d'infrastructure éligible exercent un suivi régulier et réalisent des tests de résistance réguliers sur les flux de trésorerie et la valeur des sûretés dont bénéficie l'entité d'infrastructure. Les tests de résistance sont proportionnés à la nature, à l'ampleur et à la complexité du risque inhérent au projet d'infrastructure.*
3. *Le test de résistance prend en considération les risques qui découlent d'activités autres que d'infrastructure, mais les recettes générées par de telles activités ne sont pas prises en compte pour déterminer si l'entité d'infrastructure est capable d'honorer ses engagements financiers.*
4. *Lorsqu'elles établissent les politiques écrites visées à l'article 41, paragraphe 3, de la directive 2009/138/CE, les entreprises d'assurance ou de réassurance qui détiennent des investissements d'infrastructure éligibles, ou des investissements en sociétés d'infrastructure éligibles, importants incluent, dans ces politiques écrites, des dispositions prévoyant un suivi actif de ces investissements durant la phase de construction et une maximisation des montants recouvrables au titre de ces investissements dans un scénario de liquidation.*

5. *Les entreprises d'assurance ou de réassurance qui détiennent un investissement d'infrastructure éligible ou un investissement de société d'infrastructure éligible sous la forme d'obligations ou de prêts structurent leur gestion actif-passif de manière à être en permanence en mesure de conserver cet investissement jusqu'à l'échéance.*

Tous les risques liés à des infrastructures, qu'ils répondent ou non aux critères d'éligibilité, doivent être gérés conformément au **principe de la « personne prudente »** (articles 190 à 193 de la loi de contrôle des assurances) et conformément au **système effectif de gestion des risques** (articles 42 et 84 à 90 de la loi de contrôle des assurances).

Les investissements d'infrastructure peuvent comporter des risques complexes, pouvant varier considérablement d'un type de projet d'infrastructure à l'autre. Ces risques seront souvent différents de ceux que les entreprises d'assurance ont l'habitude de gérer, qu'ils soient liés à la faisabilité technique du projet, aux risques liés à la construction ou politiques, ou à la mesure dans laquelle les clauses contractuelles parent aux aléas tout au long de la durée du projet.

Dès lors, il convient d'apporter quelques précisions afin de s'assurer que les entreprises sont tout à fait conscientes des risques liés à leur participation dans des projets d'infrastructure, et sont à même de les suivre et de les gérer au fil du temps. La plupart des exigences proposées dans le projet d'avis sont liées aux points ou aux risques couverts par les critères d'éligibilité.

Dans le cadre de leur système de gestion des risques, les entreprises doivent établir des politiques écrites couvrant tous les risques significatifs auxquels elles sont exposées. Quand les entreprises investissent dans des projets d'infrastructure, ces politiques devraient traiter de la gestion des risques y afférents, et en particulier de la gestion du risque d'investissement, de la gestion actif-passif, de la gestion du risque de liquidité et de la gestion du risque de concentration. En ce qui concerne la gestion du risque d'investissement, il faut y inclure les mesures à prendre pour respecter le principe de la personne prudente. Compte tenu des risques spécifiques que présentent les projets d'infrastructure, et en particulier leur nature illiquide, la BNB considère que les entreprises investissant dans des projets d'infrastructure devraient accorder une attention spéciale et entière à la manière dont cet investissement serait conforme au **principe de la personne prudente**. La Banque est d'avis que ses orientations sur les activités d'investissement inhabituelles constituent une référence pertinente en la matière. L'on pourrait s'attendre à ce que ces exigences soient en conformité avec les articles 190 à 193 de la loi de contrôle des assurances. Néanmoins, au regard de l'approche fondée sur des principes, la Banque estime qu'il est important de veiller à ce que les entreprises soient en mesure de démontrer qu'elles comprennent les risques liés à chaque investissement dans un projet d'infrastructure, ainsi que son opportunité par rapport à leur activité.

S'agissant de la compréhension du projet, l'on considère qu'il est de bonne pratique de se documenter sur les sujets suivants :

- le contexte du projet
- l'ampleur du projet
- la responsabilité opérationnelle
- le calendrier
- les ressources et emplois de fonds
- les parties engagées
- la structure contractuelle
- les principales modalités et conditions de financement

La Banque a présenté ses attentes en la matière dans ses orientations relatives au système de gouvernance d'entreprise, notamment pour les points suivants : évaluation et vérification appropriées ;

soin, compétence et délégation ; obligation de suivi ; obligation de protéger les intérêts des preneurs et des bénéficiaires ; principe de diversification. S'agissant de la diversification, l'on considère qu'il est de bonne pratique de diversifier tant le portefeuille d'investissements d'infrastructure que le portefeuille d'investissements global.

En ce qui concerne l'exigence de soin, de compétence et de délégation, la Banque est consciente du fait que de nombreuses entreprises d'assurance auront peut-être besoin de temps pour asseoir leur savoir-faire. Conformément à l'article 42, paragraphe 1^{er}, 3^o, de la loi de contrôle des assurances, les entreprises devront évaluer si les personnes effectuant des tâches liées à des projets d'infrastructure au sein de la fonction de gestion des risques sont en mesure de les accomplir. Elles devront peut-être également faire appel à des tiers ; l'intervention d'experts en divers domaines sera probablement nécessaire et est très répandue dans le financement de projets. Lorsqu'elles s'appuieront sur des experts ou des gestionnaires d'actifs externes, les entreprises devront être conscientes de leurs responsabilités en matière de sous-traitance conformément à l'article 92 de la loi de contrôle des assurances et partir du principe que leurs investissements dans des projets d'infrastructure peuvent constituer une activité critique ou importante.

Modèle financier

Le modèle financier utilisé pour prévoir les résultats futurs des d'actifs d'infrastructure est l'un des outils essentiels d'évaluation des risques liés au projet avant d'y investir. Un conflit d'intérêts peut surgir lorsqu'un tel modèle est fourni par le promoteur du projet, ce dernier ayant tout intérêt à minimiser les risques afin d'obtenir le financement du projet. Une validation indépendante devrait atténuer le risque que le modèle donne une image inexacte des risques liés au projet. Quand le modèle est fourni par le promoteur du projet, cette validation peut être effectuée par l'entreprise elle-même, si elle dispose du savoir-faire nécessaire, ou par une autre partie tierce. S'il s'agit d'un modèle interne à l'entreprise, il conviendrait qu'il soit soumis à un examen indépendant effectué en interne, par exemple par la fonction de gestion des risques ou la fonction actuarielle, ou par une tierce partie indépendante. Les entreprises devraient être à même d'apporter la preuve qu'elles comprennent et peuvent remettre en question les hypothèses sur lesquelles le modèle se fonde.

Suivi

Tout au long de la durée du projet, les investisseurs devront éventuellement prendre des mesures proactives pour résoudre des problèmes qui se posent, tels que la défaillance de l'entreprise de construction ou d'exploitation. En cas de difficultés financières au niveau du projet dans son ensemble, il est important que les investisseurs soient en mesure de récupérer au mieux leur investissement. Il est prouvé que les taux de recouvrement pour les projets d'infrastructure sont significativement plus faibles en cas de vente en catastrophe qu'en cas de restructuration, ce qui met en évidence la nécessité de disposer de capacités de recouvrement de dettes. Le risque de survenance d'un tel événement est normalement plus élevé en phase de construction. En conséquence, la Banque estime que, dans le cadre de la mise en place de procédures de suivi adéquates, il est important que les entreprises suivent activement leurs expositions significatives, en particulier durant la phase de construction, et puissent, si le projet rencontre des difficultés financières, maximiser la valeur de récupération. La Banque attend de ces procédures qu'elles définissent le moment auquel la situation de « restructuration » sera déclarée, quelles mesures sont envisagées et quelles parties seraient sollicitées. Ceci ne signifie pas nécessairement que les entreprises devraient faire appel à des experts spécialisés en « restructuration » ; dans certains cas, elles pourront profiter des services d'un « chef de file », qui pourrait être une banque.

Détention jusqu'à l'échéance

Bien que les investissements dans les projets d'infrastructure soient illiquides et qu'il soit prévu de les détenir jusqu'à l'échéance, il est important que ces actifs soient gérés de manière active. Comme pour tous les investissements qu'elles réalisent normalement, les entreprises devront, lorsqu'un projet d'infrastructure ne donnera pas les résultats attendus, évaluer si l'investissement répond toujours au principe de la personne prudente et s'il rencontre leurs objectifs d'investissement. Selon l'importance de leurs risques en projets d'infrastructure et bien qu'il ne soit éventuellement pas possible de vendre ces actifs, il se pourrait

que les entreprises doivent prendre des décisions d'investissement ou de désinvestissement au sein de leur portefeuille de manière à faire en sorte qu'elles puissent continuer à honorer leurs engagements envers les preneurs lorsqu'ils viennent à échéance. Dans le cadre de leur suivi et comme le prévoit l'article 269, paragraphe 1^{er}, point d), du règlement délégué pour tout risque de grande ampleur, les entreprises devront aussi s'assurer que le niveau de reporting interne à leur organe d'administration, de gestion ou de contrôle²⁸ est adéquat.

Une copie de la présente est adressée au(x) commissaire(s), réviser(s) agréé(s) de votre établissement.

Veillez agréer, Madame, Monsieur, nos salutations distinguées.

Jan Smets
Gouverneur

Annexes : 2

²⁸ Tant au comité de direction qu'au conseil d'administration.