

“La valorisation des gares et des actifs ferroviaires est un exercice particulièrement complexe”

Alexia Russell, Associée de Watson Farley



Tandis que le projet de loi pour un nouveau pacte ferroviaire est débattu au Parlement, les investisseurs se préparent à l'ouverture du rail à la concurrence. Alexia Russell, associée chez Watson Farley, analyse les enjeux et limites actuels du financement du secteur.

Quel devrait être l'impact du nouveau pacte ferroviaire sur le marché français des matériels roulants, notamment du point de vue de l'ouverture à la concurrence ?

Alexia Russell : Le but du projet de réforme est entre autres d'améliorer les conditions de mobilité des Français et de permettre de pallier le sous-investissement de la SNCF dans les actifs roulants, hors TGV : il s'agit notamment de se renouveler et d'être compétitif, une fois que l'ouverture du marché sera effective, face à des concurrents étrangers aguerris de par leurs expériences des marchés allemands ou suédois par exemple, ouverts depuis plus longtemps à la concurrence.

Il faut rappeler que l'ouverture à la concurrence prévue par le pacte ferroviaire est une transposition en droit national de directives européennes

existant depuis un certain temps. Cette ouverture à la concurrence, offrant la possibilité à d'autres opérateurs de s'implanter, devrait dynamiser le marché des matériels roulants, que ce soit pour les fabricants, les institutions financières, les investisseurs, les opérateurs ou les usagers.

Le but de l'ouverture à la concurrence est également de permettre à l'Etat de recentrer ses investissements (et donc l'argent des contribuables) vers d'autres sujets que le matériel roulant, pour lequel les investissements privés sont tout à fait adaptés.

Cette ouverture du marché est également l'occasion de mettre sur la table et faire avancer des débats latents depuis de nombreuses années, notamment quant au financement de l'infrastructure ferroviaire en France.

A-t-on une idée du calendrier de l'ouverture à la concurrence du réseau ferroviaire ?

A.R. : Le processus devrait débuter dès le mois de décembre 2019 en régions pour les TER, avant que ne suivent les TGV en 2020 et l'Île-de-France dans quelques années. Il est difficile d'être plus précis : le projet de loi n'est pas encore bien défini et de nombreux aspects devront être traités par ordonnances.

Les conditions de développement des gares sont-elles également visées par cette loi ?

A.R. : Il est vrai que dès la création de Réseau Ferré de France, la partition du patrimoine ferroviaire entre les entités en charge de l'infrastructure d'une part, de l'exploitation d'autre part, a été un sujet clé, qui a fait de la valo-

risation des gares un exercice particulièrement complexe. Le fait est que, à ce jour, la propriété des gares françaises est totalement morcelée. Cette multiplicité des interlocuteurs donne lieu à des situations burlesques dans lesquelles il faut par exemple passer par un interlocuteur pour rénover un souterrain, puis par un autre pour la construction d'un espace au sein de cette même gare. Le nouveau pacte ferroviaire devrait heureusement simplifier ce cadre juridique en rassemblant ces différents actifs au sein de SNCF Réseau.

Comment se porte le marché des financements d'actifs, connexes à celui de l'infrastructure, comme par exemple les flottes de locomotives ?

A.R. : Historiquement impliqués dans les financements et le leasing des actifs ferroviaires, nous constatons aujourd'hui une consolidation du marché des propriétaires (lessors) de wagons et de locomotives, avec par exemple l'acquisition de Nacco par VTG ou d'Ascendos Investments Limited (société mère d'Ascendos Rail Leasing) par Pamplona Capital Management, alors actionnaire de Beacon Rail Leasing - ce dernier ayant récemment été racheté par JP Morgan Asset Management. Nous constatons également un intérêt grandissant de la part d'investisseurs ou d'institutions financières, que ce soit sur le marché du fret ou le marché passagers (l'ouverture à la concurrence du marché passagers devrait également alimenter cette tendance en France), marchés perçus comme stables et peu risqués, mais la complexité des structures proposées et les coûts y afférents sont un frein pour certains.

Quelles difficultés ces projets rencontrent-ils aujourd'hui ?

A.R. : Le financement des actifs ferroviaires est extrêmement complexe, tout particulièrement lorsque ceux-ci

traversent les frontières, et en grande partie à cause de l'hétérogénéité juridique du marché. Nous identifions deux problèmes en particulier.

Il existe, en premier lieu, un problème de non-reconnaissance des sûretés entre différents pays. De ce fait, il est courant que les banques prennent une panoplie de garanties et de sûretés (notamment sur les actifs, sur les créances, sur les comptes, sur les actions de la société propriétaire) dans chacune des juridictions dans lesquelles les trains vont circuler. Il faut donc désigner des conseils locaux et obtenir des avis juridiques dans toutes les juridictions concernées. Ceci est extrêmement coûteux et complexe.

Nous manquons par ailleurs d'un système d'identification unique ou même de registre unique international dans lequel seraient enregistrés les actifs ferroviaires, ce qui augmente encore le risque pour les entités qui financent ou achètent les actifs, dans la mesure où elles n'ont pas de moyen fiable de savoir (i) si ce qu'ils veulent financer ou acheter est bien ce qu'ils financent ou achètent dans les faits et (ii) à qui appartiennent véritablement ces actifs.

En conséquence, le risque corporate est plus important que dans d'autres secteurs : les banques accordent beaucoup plus de poids au nom de leur emprunteur, à la taille de son bilan et à sa santé financière. C'est un vrai frein à l'entrée sur le marché pour de nouveaux acteurs qui n'ont pas cette qualité de « signature ».

Quelles solutions sont envisagées ?

A.R. : Le Protocole du Luxembourg, développé sous la Convention du Cap de 2001, et dont nous estimons l'entrée en vigueur en 2019, devrait débloquent cette situation. Deux aspects de ce Protocole sont, de notre point de vue, essentiels.

Tout d'abord, le Protocole prévoit la mise en place d'un registre international unique consultable en ligne 7 jours sur 7 et 24h/24 et dans lequel les créanciers, propriétaires et vendeurs pourront inscrire leurs droits sur les matériels roulants. Aujourd'hui, rien ne permet d'informer un tiers de manière fiable que tel actif est la propriété d'une entité particulière et est financé par telle banque. Ce registre assurera la protection de ces droits et, en même temps, facilitera la capacité des investisseurs et institutions financières à identifier le propriétaire des actifs/droits, en vue d'une acquisition ou d'un financement.

Ensuite, le Protocole du Luxembourg prévoit la mise en place d'une sûreté internationale reconnue par tous les Etats signataires, ce qui devrait résoudre le problème actuel de la non-reconnaissance des sûretés. Ceci devrait rassurer les créanciers et donc réduire la complexité et le coût de ces opérations et l'importance du risque corporate. De nouveaux acteurs devraient donc voir les portes de ce secteur s'ouvrir à eux. Quand on voit l'impact extrêmement positif que le Protocole Aéronautique de la Convention du Cap a eu sur le marché aéronautique (qui s'est ouvert à des opérateurs dans des pays qui, avant d'avoir ratifié ce Protocole, auraient eu beaucoup plus de difficultés à bénéficier de financements), on ne peut qu'espérer une mise en œuvre rapide du Protocole du Luxembourg et une prolifération rapide de la ratification (notamment) en Europe. À noter que la France a signé le Protocole en 2017 et devrait – on l'espère – le ratifier dans les prochains mois. ■