

04
Novembre
2021



Chez Cube infrastructure Managers, 30 RUE D'ASTORG 75008 PARIS

LES RENCONTRES D'EXPERTS

Spécial Infrastructure



L'INFRASTRUCTURE PLÉBISCITÉE

de toute part

Pas de repos pour l'infrastructure : forte d'une performance plus que résiliente lors de la crise, l'attrait de la classe d'actifs auprès des LPs n'a fait que croître, entraînant une foule de nouvelles levées de fonds sur le marché. Mais si les opportunités d'investissement ne manquent pas, elles font aussi l'objet d'une concurrence féroce, poussant les gérants vers de nouvelles géographies... et de nouvelles stratégies d'investissement. Fonds de dette, d'infrastructure, de secondaire et même continuation funds : tous les gérants cherchent désormais à étoffer leur palette. Le point avec six acteurs du marché.

MDA : Bonjour à tous. Je vous propose de commencer ces échanges par un petit tour de table sur le sentiment de marché. Le marché du Private Equity est en ébullition, est-ce aussi le cas de l'infrastructure ?

Stéphane Calas, Cube Infrastructure Managers : De façon générale, oui, le marché reste très actif, y compris pendant la crise du covid, durant laquelle l'activité ne s'est pas ralentie. D'ailleurs, on peut dire que les grandes thématiques restent les mêmes avec la transition énergétique sous ses différentes formes et la transformation numérique, qui sont deux sujets qui, à mon avis, nous occupent tous beaucoup, et sur lesquels on a vu de nombreuses opérations depuis l'an dernier. Pour moi, tout le monde a levé des fonds récemment et cherche à les investir rapidement.

Christoph Bruguier, Vauban Infrastructure Partners : Je rejoins Stéphane, le marché est très actif, avec des levées de fonds – nous avons bouclé notre fonds Core Infrastructure Fund III à 2,65 milliards d'euros récemment. Également sur les investissements, l'année 2020 comme l'année 2021 ont été très actives, dans les secteurs de la transition énergétique et du digital, qui sont des thèmes qui

ont été confortés, mais aussi dans d'autres secteurs comme la mobilité où nous avons investi récemment - dans le ferroviaire en Allemagne par exemple - et les infrastructures sociales.

Thomas Lefebvre, I-Squared Capital : L'année a été très active de notre côté. Nous avons levé plusieurs nouveaux produits, à commencer par un fonds de capital-risque Infratech avec un focus sur les technologies dédiées aux infrastructures. C'est à la fois une source de diversification et une source d'origination de deals pour nos fonds d'infrastructure traditionnels - et inversement. Nous commençons également à lever un fonds de dette infrastructure et de nouveaux véhicules core.

MDA : Quelle taille, pour le fonds de dette ?

Thomas Lefebvre : Entre 1 et 2 milliards de dollars pour le fonds initial. C'est plus petit que nos fonds habituels, mais cela nous permet d'avoir une palette assez complète qui nous permet de répondre à toutes les situations : on peut offrir de la dette, de l'equity, des solutions technologiques... Côté investissements, nous sommes également très actifs, même si le marché actuel fait qu'il peut être compliqué

de se positionner sur des actifs à des prix attractifs. Nous préférons donc faire des plateformes en partant de plus petites sociétés dans lesquelles nous allons injecter beaucoup de capitaux. Récemment cela a été une plateforme de FTTH au Texas, et une entreprise de production, distribution et transport d'hydrogène au Canada. Mais dans l'ensemble je rejoins ce qui a été dit, tous les segments se portent bien.

Agnès Rossi, Simmons & Simmons : C'est intéressant. Il y a beaucoup d'acteurs de l'infrastructure européens qui élargissent leurs champs d'activité, mais avoir une palette aussi large est beaucoup plus rare. Nous avons des sociétés de gestion qui gèrent des fonds infrastructure equity et qui lancent une activité de fonds infrastructure dette et d'autres sociétés de gestion élargissent leur activité infrastructure equity à l'activité capital-risque.

Thomas Lefebvre : C'est sans doute parce que nous voyons beaucoup d'opportunités au vu du nombre d'entreprises auxquelles nous parlons qui cherchent à se faire financer. Nous nous sommes vite rendu compte que pour certaines entreprises ce n'était pas assez attractif d'y aller en Equity, donc nous avons commencé à faire

Christoph Bruguier

► Christoph Bruguier est directeur d'investissement senior au sein de Vauban Infrastructure Partners. Fort d'une longue expérience internationale dans la gestion des infrastructures, acquise au travers de diverses transactions brownfield et greenfield dans les secteurs du transport, de l'énergie, du numérique et des infrastructures sociales, il a rejoint Vauban en 2019 après avoir passé plus de 22 ans à différents postes de direction au sein de la banque d'investissement HSBC à Paris, New York et Tokyo dans l'origination, la structuration et l'exécution des transactions d'infrastructures, de marchés de capitaux, restructurations complexes et financements structurés. Pour son dernier poste au sein d'HSBC à Paris, Christoph menait l'origination de missions de conseil en financement, ainsi que la structuration et négociation sur le marché des infrastructures européennes au travers d'opérations de fusion-acquisitions et de financement.

► Vauban IP gère près de 6 milliards d'euros principalement dans 5 fonds d'infrastructure Core pour le compte de plus de 70 investisseurs dans 15 pays différents



des investissements de plus en plus structurés. Je pense par exemple à Venture Global, une société de LNG dans laquelle nous avons investi il y a deux ans : c'était un produit très structuré et abouti, et plus on poussait plus on voyait qu'il y avait une demande pour de la dette infrastructure plutôt que pour de l'equity. C'est aussi intéressant pour nous puisque cela permet à nos équipes de travailler en parallèle sur ces produits : chacun des fonds à une équipe qui lui est propre, mais nous travaillons tous ensemble sur les différentes transactions. Et ce n'est pas unique : je vois d'autres fonds qui commencent à faire cela parce que ce modèle permet d'offrir une panoplie vraiment large qui permet de fonctionner à plein.

MDA : Et du côté des conseils, quel est le sentiment de marché ?

Christian Jabre, KPMG : D'un côté le marché est très actif sur le secondaire, core et core plus et de l'autre côté le greenfield a connu une petite temporisation dans le lancement

de nouveaux projets pendant la crise du Covid mais qui n'a pas vraiment vu de projets lancés s'annuler. On constate donc aujourd'hui un petit trou d'air de greenfield et un rattrapage des

“On a fait récemment un financement sustainability-linked. Ce qui est important c'est que cela s'inscrive dans la mise en œuvre des meilleures pratiques de gestion ESG, qui est au cœur de notre stratégie d'investissement long terme.”

Christoph Bruguier

nouveaux projets qui se lancent. Le même phénomène a lieu à l'étranger sur des projets qui n'ont pas été lancés pendant la crise mais simplement décalés dans le temps. Un point que

je note sur l'ensemble du marché, c'est la sélectivité de plus en plus forte des industriels des projets suivis, en France comme à l'étranger. L'abondance de fonds et la forte concurrence qui s'ensuit, conduit aussi à une sélectivité accrue de la part des fonds. Le coût d'acquisition des deals est un enjeu critique, ce qui reflète sans doute la tendance du moment qui consiste à se positionner un peu plus en amont dans le développement ou le cycle pour capter plus de valeur dans les opérations à travers le déploiement de plateformes, par exemple.

Geoffroy Berthon, Orrick : Le constat est globalement le même de notre côté. L'activité est très soutenue, mais avec une distinction entre le volet “M&A” et le volet développement de projet. Effectivement, en “M&A”, le nombre d'opérations est assez considérable, en particulier dans le secteur de l'énergie. Pour ce qui est des projets “greenfield”, il y a eu un ralentissement qui ne paraît pas directement lié à la crise sanitaire mais plutôt à des tendances de fond en France depuis une dizaine



Agnès Rossi

- Associée au sein de Simmons & Simmons, Agnès Rossi agit pour le compte de gestionnaires d'actifs dans le cadre de la structuration et de la création de fonds de capital-investissement de moyenne et grande taille, de fonds d'infrastructure, de fonds de dette, de fonds immobiliers, d'accords de co-investissement et de carried interest.
- Elle possède une expérience significative dans tous les aspects des structures de fonds complexes internationaux et des conseils en matière de réglementation (tels que l'agrément AIFM et l'agrément ELTIF), s'étant concentrée sur les fonds d'investissement privés en France, à Londres et au Luxembourg au cours des 15 dernières années. Avant de rejoindre Simmons & Simmons, Agnès a travaillé chez SJ Berwin (bureaux de Paris et de Londres) pendant 11 ans et dans un cabinet d'avocats au Luxembourg pendant 2 ans.

d'années. Ce que l'on voit néanmoins, c'est une amorce de développement de nouveaux projets cette année avec des opérations ou des annonces en matière notamment d'autoroutes, de lignes ferroviaires et d'éolien en mer, tendance dont on espère qu'elle devrait s'accélérer dans les mois qui viennent puisque nous sommes encore dans l'attente des effets concrets du plan de relance, qui fait la part belle aux infrastructures et à la transition énergétique. Certes, s'agissant du plan de relance, il s'agit de projets reposant à ce stade sur de l'investissement public selon un schéma public/public, mais il est possible qu'il y ait un besoin d'investissement privé pour soutenir ce plan, ce qui mécaniquement impliquerait l'intervention des fonds, des prêteurs et des conseils financiers et juridiques.

Agnès Rossi : les acteurs du marché de l'infrastructure sont restés longtemps centrés sur leur cœur de métier: brownfield ou greenfield en Europe - et cela le reste pour certains acteurs.

Aujourd'hui, comme le dit très bien Thomas, beaucoup d'acteurs tentent d'élargir leur cœur de métier. Se pose un sujet dont nous n'avons pas

“Les sociétés de gestion dans l'infrastructure apprécient les stratégies de plateformes, ce qui correspond à des stratégies de build-up jusqu'à avoir un actif conséquent qui passe dans le marché du large cap et qui intéresse d'un seul coup beaucoup de monde à l'achat. ”

Agnès Rossi

encore discuté: la question de la zone géographique qui est redevenue un point central dans le développement des équipes infrastructure. Dans quelles

régions les fonds d'infrastructure investissent aujourd'hui ? Le marché américain des infrastructures, par exemple, est extrêmement dynamique en ce moment, notamment avec toutes les discussions sur la relance via les infrastructures et le large besoin en capitaux que cela va engendrer. Nous observons beaucoup de sociétés de gestion qui couvriraient uniquement l'Europe se lancer sur le marché américain. Et la même chose est en train de se passer avec l'envie de constituer des fonds investissant en Afrique, en Asie et en Amérique Latine.

Thomas Lefebvre : C'est vrai que le marché africain est en hausse. Aujourd'hui nous sommes très présents aux Etats-Unis, en Amérique Latine, en Europe et dans beaucoup de pays en Asie. On compte à terme attaquer le marché africain mais ce n'est pas encore dans nos fonds aujourd'hui. Il s'agit cependant d'une nouvelle frontière dont on ne va pas pouvoir se passer à l'avenir. Et je pense que vous avez raison sur le point des

Geoffroy Berthon

- Geoffroy Berthon est Associé en droit public au sein du bureau parisien d'Orrick. Fort d'une expérience de plus de 12 ans en matière de PPP, de projets d'infrastructures et de structuration de projets en énergie, Geoffroy Berthon conseille régulièrement des opérateurs publics et privés, des entités gouvernementales et des institutions financières dans la réalisation de leurs opérations en Europe et en Afrique.
- Geoffroy dispose d'une expérience importante dans le développement et le financement d'opérations dans le secteur des infrastructures. En France, il a conseillé sur les projets relatifs au financement, à la construction et à l'exploitation du Stade Vélodrome de Marseille, du village des athlètes en vue des Jeux Olympiques de Paris 2024 ou encore sur les projets d'éoliens en mer. En Afrique, il a récemment conseillé le consortium (FAYAT, EGIS & RAZEL BEC, filiale de FAYAT) dans le cadre du projet pour le financement, la construction et l'exploitation de postes de péages sur le réseau des routes nationales du Cameroun.



nouvelles géographiques, c'est quelque chose que tout le monde regarde en ce moment. Par exemple en Asie nous étions principalement présents en Chine et en Inde, mais nous avons commencé à regarder l'Indonésie, Taïwan, l'Australie... Tout commence à s'étendre et il y a une course pour se positionner en premier dans ces nouvelles géographies.

Du côté des Etats-Unis, on voit d'ailleurs beaucoup de fonds européens qui commencent à s'installer sur le marché. On a vu un vrai développement de fonds comme Ardian, Meridiam et Antin aux U.S.A.

Agnès Rossi : Meridiam est présent aux U.S.A. depuis toujours. Les U.S.A ont toujours fait partie de leur cœur de métier.

MDA : Cet intérêt pour de nouvelles géographies se retrouve-t-il aussi à l'intérieur de zones comme l'Europe ? Cela toujours été le cas, mais on voit de plus en plus d'opérations à

l'étranger, dans les Nordiques ou en Europe de l'Est par exemple. Est-ce lié à des différences de valorisations ?

“Les délais de purge des recours sont potentiellement longs et de nature à freiner le développement des opérations dans le secteur de l'énergie. On peut relever cependant certains changements récents, par exemple en matière d'éolien en mer où la plupart des décisions structurantes relèvent désormais en premier et dernier ressort du Conseil d'Etat.”

Geoffroy Berthon

Stéphane Calas : Ce n'est pas forcément le cas. Nous avons toujours été un fonds pan-européen. C'est dans notre ADN depuis le lancement de notre premier fonds, avec une présence de la Norvège à l'Espagne, en passant par la France, l'Allemagne mais aussi d'autres pays. L'idée était d'avoir un portefeuille équilibré par géographies. La question de savoir si l'on devient un fonds global est différente et dépend beaucoup, je pense, de la taille des fonds gérés. Compte tenu du nombre d'actifs de taille significative disponibles sur le marché, et dès lors qu'on lève des fonds importants, il devient difficile de garder uniquement un prisme purement européen. C'est aussi l'une des raisons pour lesquelles nous avons cherché, chez Cube, à conserver des fonds de taille plus réduite. Le dernier fonds *brownfield*, Cube III, en cours de levée a ainsi un hard cap fixé à 1,5 milliard d'euros, précisément pour indiquer que nous voulons rester sur de l'infrastructure locale et mid cap. Aujourd'hui, comme le rappelait Thomas, acheter des actifs



Stéphane Calas

- **Managing Director de Cube IM, Stéphane dispose de plus de 25 ans d'expérience dans les Infrastructures et rejoint en 2010 l'équipe où il a participé à de nombreux investissements et cessions dans les secteurs de l'énergie, des télécoms et des transports publics. Il siège notamment aux Conseils de Surveillance de Covage en France, de G.Network et Engenie au Royaume-Uni et d'Heliot Europe en Allemagne.**
- **Lancée en 2007, Cube IM est focalisée sur le midcap. Elle a levé un total de 3,7 Mds€ et gère quatre fonds : Cube Infrastructure Fund, Cube Infrastructure Fund II et Cube Infrastructure Fund III sont trois fonds « brownfield » ciblant principalement trois marchés stratégiques : les infrastructures de communication, la transition énergétique et les transports publics avec une stratégie «Buy & Grow». Le Connecting Europe Broadband Fund est un fonds dédié à l'investissement dans des projets greenfield d'infrastructure fibre optique. Les aspects ESG font partie des fondements du modèle d'investissement de Cube IM.**

de taille significative se traduit par une baisse des TRI qui est très forte dès qu'on dépasse les 200 ou 300 millions *d'Equity Value*. A ce niveau, les actifs attirent en effet énormément de monde - fonds, stratégiques, voire investisseurs directs. On était d'ailleurs très heureux de le constater lorsqu'il a fallu vendre Covage ou IDEX dont les valeurs d'entreprises dépassaient le milliard d'euros : on a vu un afflux d'acquéreurs potentiels qui a poussé le prix de cession à la hausse. C'est cependant un marché qui est plus favorable aux vendeurs qu'aux acheteurs. Nous préférons donc rester sur des marchés et des zones géographiques que nous connaissons bien et nous positionner, inversement, sur de plus petits actifs que nous faisons croître dans le cadre de notre stratégie « Buy & Grow ». Ces opérations, aux TRI bien plus intéressants, nous permettent de ne pas être en compétition avec l'ensemble des fonds, mais de privilégier plutôt les discussions bilatérales. Lorsque nous avons investi dans les réseaux de chaleur en Italie, nous avons

commencé avec de très petits actifs qui n'intéressaient pas nécessairement beaucoup d'investisseurs et n'apparaissaient même probablement

“Nous préférons rester sur des marchés et des zones géographiques que nous connaissons bien et nous positionner, inversement, vers de plus petits actifs que nous faisons croître dans le cadre de notre stratégie « Buy & Grow ». Ce sont des opérations aux TRI bien plus intéressants.”

Stéphane Calas

pas sur leurs radars. Nous avons ainsi graduellement construit une plateforme qui représentera, à notre

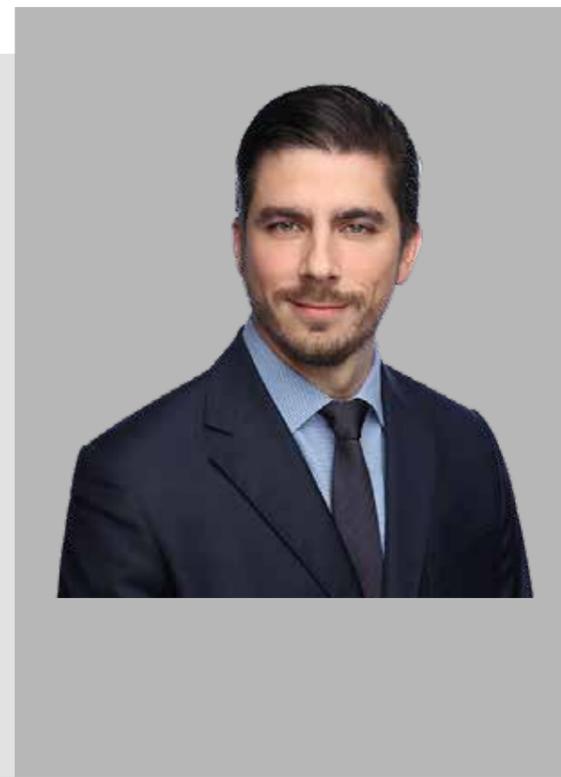
sortie, plusieurs centaines de millions d'euros de valeur. Si on avait cherché dès le début un actif de taille similaire à celui que nous avons patiemment développé, on l'aurait payé 20 fois l'EBITDA plutôt que 8 - et les perspectives de retour sur investissement seraient donc largement dégradées. C'est un arbitrage à faire, et je pense qu'il se présente de façon assez similaire pour les autres gérants : soit vous avez une croissance importante de la taille des fonds avec un risque de compression forte des TRI, soit une diversification dans d'autres segments pour atténuer la rareté des cibles potentielles sur vos marchés historiques - et pour certains les deux en même temps.

MDA : Vous êtes-vous intéressé à la Tech, à l'instar d'I-Squared ou d'InfraVia ?

Stéphane Calas : Aujourd'hui ce n'est pas un sujet pour nous : nous n'investissons pas dans l'infotech mais dans des infrastructures essentielles à la vie de tous les jours.

Thomas Lefebvre

- **Thomas Lefebvre est Partner au sein du fonds I-Squared Capital, qu'il a co-fondé en 2012. Il est responsable des investissements en Amérique du Nord. Depuis 2012, Thomas a participé à la transformation et au développement de huit plateformes dans le secteur de l'énergie, utilities et transport logistiques aux Etats-Unis. Il a également mené avec succès les désinvestissements suivants : Lincoln Clean Energy, Cube Hydro, Kendall Green Energy.**
- **Précédemment, Thomas était gérant au sein de Morgan Stanley Infrastructure. Au cours de ses 17 années, Thomas a participé à la réalisation de 25 deals, correspondant à un total de transactions de 26 milliards de dollars aux Etats-Unis, Amérique Latine et Europe.**
- **I-Squared Capital gère aujourd'hui environ 19 Mds\$ et a récemment réalisé une levée récemment de 7 Mds\$. Les investissements d'I-Squared Capital se répartissent entre des projets greenfield et des actifs brownfield.**



En revanche, on essaie de rentrer assez tôt sur les nouveaux segments de marchés qui utilisent ces technologies quand ils commencent à présenter des caractéristiques d'infrastructures suffisantes. C'est comme cela que nous nous étions positionnés sur la fibre dès 2008, à une époque où ce type d'actifs était encore perçu d'une certaine façon comme de la « Tech ». Aujourd'hui, nous sommes positionnés, selon une approche similaire, sur les bornes de recharge pour véhicules électriques où nous investissons depuis deux ans car ces actifs constituent de nouvelles infrastructures locales essentielles pour la mobilité durable. Mais nous avons aussi, par exemple, fait l'acquisition en Allemagne et dans certains pays limitrophes, d'un réseau dédié à l'Internet des Objets utilisant la technologie « 0G » Sigfox. Est-ce de l'infra ou de la Tech ? Nous n'investissons pas dans la technologie elle-même, ni dans la recherche-développement, le software ou les services « cloud », mais dans la couche infrastructure physique sous-

jacente : des antennes, des stations de base et l'ensemble de systèmes qui permettent d'assurer la connectivité.

“Pour de grandes flottes de véhicules comme UPS ou Amazon, l'hydrogène est sans doute plus pratique parce que la recharge peut se faire très rapidement, contrairement aux véhicules électriques..”

Thomas Lefebvre

Pas d'investissement donc dans la Tech mais dans des infrastructures innovantes et ouvertes

Geoffroy Berthon : Dans quels pays intervenez-vous en matière de bornes de recharge ?

Stéphane Calas : En Angleterre, avec une société qui s'appelle Osprey Charging, et qui fait de la recharge rapide sur l'ensemble du territoire, et en France avec Métropolis, qui a repris et amélioré les infrastructures de recharge de l'ancien réseau Autolib dans une quarantaine de communes autour de Paris. On vient par ailleurs de réaliser un nouvel investissement dans l'acteur français Stations-e, qui déploie et exploite des stations multi-services combinant la recharge pour véhicules électriques et tout ce qui est lié à la connectivité des réseaux 4G/5G et l'internet des objets. Un peu finalement comme une mini « towerco », répondant aux besoins des territoires innovants et à l'émergence des « smart cities ».

Christoph Bruguier : Notre stratégie se porte sur l'OCDE, et elle a été très active récemment sur la partie européenne avec nos derniers investissements en Islande, en Norvège, en Allemagne et en Espagne. On s'intéresse aussi à l'Europe Centrale et



en Europe de l'Est. Et on se développe en Amérique du Nord, en restant dans le cadre de notre stratégie long-terme core infra.

Un des thèmes majeurs que nous n'avons pas évoqué est, pour moi, le développement de certains acteurs sur des stratégies importantes de core infra alors que beaucoup de fonds faisaient du *value-add*, ce qui illustre que les stratégies de capital gain sont d'une certaine façon moins recherchées. On voit une demande de yields récurrents à la suite de cette crise, et donc les stratégies core reviennent sur le devant de la scène. De notre côté, malgré une augmentation de la taille de nos fonds, le dernier clos en juillet au-delà de 2,5 milliards d'euros, nous gardons notre agilité pour faire des transactions dans le mid-market et même parfois des transactions plus petites où le fait d'accompagner nos partenaires industriels ou d'avoir des activités adossées aux pouvoirs publics permet de trouver des opportunités. Mais on a aussi la capacité de faire des deal Equity un peu plus large, ce qui permet de diversifier notre portefeuille en termes de zone géographique et de profil de ROI.

MDA : L'enjeu est donc toujours de trouver les leviers actuels de la création de valeur sur un marché très concurrentiel, avec des valorisations conséquentes sur le large cap.

Agnès Rossi : C'est ce que disait Stéphane. Les sociétés de gestion dans l'infrastructure apprécient les stratégies de plateformes, ce qui correspond à des stratégies de build-up jusqu'à avoir un actif conséquent qui passe dans le marché du large cap et qui intéresse d'un seul coup beaucoup de monde à l'achat. C'est un sujet qu'on retrouve aussi dans l'hydrogène : aujourd'hui le marché est surtout composé de pleins de petits projets et à un moment donné il va falloir mettre tout cela à l'échelle.

Christoph Bruguier : Sur le sujet des plateformes, nous avons regroupé il y a quelques mois 23 actifs dans une seule plateforme, Vauban Infra Fibre, dont nous avons ouvert le capital pour continuer nos investissements et consolider le marché. Cela permet de continuer à trouver de la valeur et des relais de croissance sur le long-terme.

Agnès Rossi : Cela répond un peu au point que j'allais mettre en avant : il y a l'effet volume, mais il y a aussi l'effet du temps passé en portefeuille et ce que l'on fait de la plateforme par la suite. L'origine propriétaire des deals permet de créer quelque chose d'assez unique.

Thomas Lefebvre : Je rejoins Agnès sur ce point. Les valorisations sont extrêmement élevées dans de nombreux domaines, et en réponse

l'infrastructure s'élargit en permanence dans de nouveaux thèmes. Il y a quelques années, il semblait difficile d'imaginer les maisons de retraites ou les campings dans la définition de l'infrastructure. Aujourd'hui la réponse passe surtout, comme l'on dit Stéphane et Christoph, par la constitution de plateformes dans des géographies qui sont encore très fragmentées et dans lesquelles on peut injecter beaucoup de capital pour créer une consolidation et une croissance organique. De fait, au fur et à mesure que la plateforme s'étend, elle donne accès à une foule de petits deals locaux sur lesquels vous n'avez pas de concurrents et qui, mis bout à bout, permettent de créer une plateforme conséquente. Cela se fait dans la fibre mais aussi dans l'hydrogène et dans beaucoup d'autres domaines où les entreprises déjà structurées sont beaucoup trop chères. Il est plus intéressant de créer un nouvel acteur. Une fois une taille assez significative atteinte, il y a deux choix qui s'offrent à nous. Soit, comme le disait Agnès, on peut vendre, et les acheteurs ne manquent pas, soit on fait passer l'actif dans un *continuation fund*. C'est une tendance assez forte aux Etats-Unis en ce moment qui consiste à prendre les actifs et à les packager dans une plateforme de taille conséquente et on va mettre cela dans un nouveau fonds pour continuer à les gérer. Mais comme il s'agit d'une plateforme stable et mature, la gestion est différente, l'enjeu étant surtout de pouvoir continuer à injecter du capital dans ces actifs.

Agnès Rossi : C'est la même chose en Europe. C'est une tendance qui se met en place très sûrement.

Christoph Bruguier : Pour les fonds courts. C'est différent pour les fonds de long-terme.

Agnès Rossi : Oui et non. Le problème des fonds à longue durée, c'est qu'il faut bien faire face à un moment au

Christian Jabre

➤ Arrivée chez KPMG en 2005, Christian est aujourd'hui associé responsable de la practice Financements structurés et Infrastructure, pour KPMG Corporate Finance en France et pour les pays d'Afrique francophone. Il a conseillé un grand nombre de transactions impliquant les secteurs public et privé dont des privatisations, des transactions PFI/PPP et des concessions. Christian couvre tout le processus de transaction greenfield / brownfield, levée de financement et m&a jusqu'au closing.

➤ KPMG France, en lien avec son réseau mondial fort de plus de 3 000 professionnels dédiés aux infrastructures, assiste ses clients sur l'ensemble du cycle de vie des infrastructures : de la planification et la structuration de nouveaux projets, à la recherche de financement, au suivi de la construction, à l'assistance lors des due diligence d'acquisition, de cession ou de refinancement et à l'amélioration des opérations.



sujet du refinancement. La beauté du *continuation fund*, c'est que cela permet de continuer à financer les actifs sur le très long terme sans pour autant devoir se départir de l'actif ou faire appel à des co-investisseurs pour le financement.

Christoph Bruguier : Ce qu'on fait dans une plateforme comme celle-ci, c'est qu'on fait rentrer des LPs pour faire du co-investissement sur un actif qui est devenu une plateforme et sur lequel on a de nouveau des capacités d'investissement.

Thomas Lefebvre : Vous êtes sur quelle type de durée ?

Christoph Bruguier : 25 ans.

Agnès Rossi : Nous sommes passés à 40 ans pour les précurseurs des fonds longue durée.

Christoph Bruguier : C'est là où les évolutions du marché sont intéressantes, notamment avec le développement du marché du secondaire, qu'on ne voyait pas il y a quelques années. On a des actifs développés et dérisqués, avec

des cash flows et des yields qui sont encore là pour 10 à 15 ans et le marché secondaire est très intéressé.

“La valorisation des transactions se fait certes sur la rentabilité attendue mais est fortement impactée par les hypothèses de transformation du pipeline, les hypothèses de timing associé, de croissance future, organique ou externe.”

Christian Jabre

Agnès Rossi : C'est un peu le même sujet en fait, dans les deux cas il s'agit de reprendre des actifs qui sont très matures pour profiter du cash flow régulier. Mais la beauté du *continuation fund* est que cela simplifie grandement le refinancement - ces actifs ont forcément besoin d'être

financés à un moment ou à un autre et pour différentes raisons.

MDA : C'est un sujet qui est aussi présent chez Cube ?

Stéphane Calas : C'est un sujet auquel nous réfléchissons. Quand nous avons dû vendre Idex ou plus récemment Covage, parce que nous arrivions à la fin de vie du fonds et ce, alors même qu'il y avait encore du potentiel de croissance significatif pour ces actifs, la question s'est posée. Les actifs ont finalement été cédés et cela a été de très bonnes sorties pour Cube I. Je pense qu'en fin de compte les LPs sont contents de voir que les valorisations qu'on leur présente sont aussi justifiées par des transactions réelles, mais c'est un sujet que nous continuons à creuser. Cela pose notamment la question des possibles conflits d'intérêts entre les différents fonds : par exemple, il est impensable pour nous d'avoir un fonds successeur qui investit dans les actifs d'un fonds précédent, ce qui nous laissait jusqu'à présent uniquement la cession comme option. Mais les structures *continuation funds* paraissent de plus en plus pertinentes pour les



nouvelles plateformes qui sont créées, dans la fibre par exemple, pour réaliser le maximum du potentiel de croissance dans le cadre temporel de notre mandat en termes de types d'actifs et de retours annoncés aux investisseurs.

Tout compte fait, je ne pense pas que cela soit non plus une mauvaise chose d'avoir un marché un peu segmenté dans lequel certains fonds vont se concentrer sur les premières phases de développement des actifs avec une approche plus entrepreneuriale



et industrielle, et d'autres qui investissent plus tard dans le cycle de vie de ces actifs ou dans d'autres segments déjà plus matures et ont des approches plus financières et moins opérationnelles. Les styles de gestion d'actifs sont différents et correspondent à différents stades de développement d'une entreprise ou d'un marché. Mais je peux comprendre que le sujet du secondaire et des fonds de continuation soit désormais important au vu de la croissance de la taille des actifs dans les infrastructures, et notamment dans les télécoms qui est un métier d'économie d'échelle.

Agnès Rossi : C'est aussi assez facile à mettre en place. Les actifs sont là, les investisseurs sont intéressés parce qu'ils ont besoin d'investir et de recevoir des rendements réguliers.

MDA : Cela intéresse aussi les industriels ? A l'achat comme sous forme de partenariat...

Christian Jabre : Il y a de plus en plus de partenariats qui visent une certaine récurrence, que ce soit entre des fonds et des industriels sur un pipeline de greenfield sur des secteurs définis, ou des structurations d'asset qui recueillent les projets une fois développés parfois combinés à

des prises de participations dans le corporate. Nous voyons aussi de plus en plus dans certains secteurs comme le recyclage, des prises des partenariats sur des technologies innovantes avec un potentiel de croissance et de récurrence. Ces stratégies répondent à un besoin de déploiement de fonds en évitant des coûts d'acquisition trop importants. Mais de plus en plus aussi à un besoin de création de valeur et de positionnement en amont du cycle. Les acteurs du renouvelable sont un bon exemple où la valeur, la rentabilité et l'intérêt des fonds ont graduellement évolué, partant des actifs en exploitation, en passant par le ready-to-build, pour aujourd'hui fortement valoriser le pipeline, et les équipes.

Christoph Bruguier : Et maintenant on voit des opérations qui ne concernent que le pipeline.

Christian Jabre : Oui, en considérant que toute la création de valeur est dans le pipeline. Nous voyons du moins beaucoup de fonds qui ne se positionnent plus sur des actifs en exploitation sans avoir un pipeline associé. D'autres acteurs entrent néanmoins dans cet espace qui se libère.



MDA : Quand vous avez un mandat, vous cherchez à identifier ces cibles dans le pipeline ?

Christian Jabre : La valorisation des transactions se fait certes sur la rentabilité attendue mais est fortement impactée par les hypothèses de transformation du pipeline, les hypothèses de timing associé, de croissance future, organique ou externe. L'identification de cette valeur, sa répartition entre le vendeur et l'acquéreur et la conditionnalité associée à son pipeline est un enjeu central de nos mandats.

Geoffroy Berthon : La valorisation n'est pas toujours une évidence dans le secteur des énergies renouvelables, où l'idée est d'acquérir des "pipelines", donc des projections de production de recettes, mais où la réalité est parfois - dans certaines opérations - que seule une partie du portefeuille pourra in fine être mise en service. Il y a notamment un risque de perte en ligne lorsque l'on présuppose que le portefeuille est intégralement purgé de recours ou "prêt à construire", mais que l'analyse plus fine fait apparaître des écarts avec cette hypothèse.

Christian Jabre : Oui, avec la conséquence sur la rentabilité attendue.

Pour autant les valorisations peuvent aussi prendre en compte la capacité d'origination au-delà du pipeline déjà identifié.

Geoffroy Berthon : Oui, tout à fait, c'est un enjeu de ces processus d'acquisition, où il y peut exister une différence entre l'hypothèse initiale et la réalité des pipelines. Le secteur de l'énergie - en particulier du solaire et de l'éolien terrestre - est également spécifique en ce sens que la difficulté tient non pas à la sophistication des projets dans le pipeline, mais à leur nombre dans un portefeuille (se chiffrant parfois en centaines pour certaines opérations). Ce n'est par exemple pas la même chose que dans l'éolien en mer où là on se trouve confronté à un seul projet qui est individuellement d'une grande complexité.

Stéphane Calas : Mais c'est aussi ce qui laisse une marge pour créer un peu de valeur. Si tout était totalement dé-risqué et garanti, on aurait du mal à viser 12 ou 15 % de TRI sur nos projets. De même que l'on peut avoir des stratégies de « cherry-picking » d'actifs plus petits ou plus « complexes » à acquérir : peut-être que dans les 90 parcs solaires mentionnés,

ce qui m'intéresserait c'est d'en acheter cinq qui demandent un peu plus de travail et d'expertise, et d'avoir une autre stratégie en visant des TRI à deux chiffres. En revanche, avec des fonds plus conséquents, il est difficile d'allouer trop de ressources sur de plus petits actifs mais on peut viser un couple risque/rendement différent et privilégier la diversification simplement par le fait d'avoir plus d'actifs - auquel cas, cela sera sans doute moins grave de ne pas développer l'intégralité des 90 projets du pipeline





Geoffroy Berthon : On peut également noter que dans certains processus d'acquisition, il existe une concurrence entre des fonds et des énergéticiens qui ne retiennent pas nécessairement les mêmes hypothèses de développement et de réussite au sein du "pipeline".

Stéphane Calas : Ils peuvent aussi avoir un coût du capital différent.

Christian Jabre : Cela dépend vraiment des projets. Il y a la valeur ajoutée et le complément qu'on va apporter sur le développement. C'est vraiment au cas par cas.

Stéphane Calas : Il y a aussi une différence importante entre les investisseurs qui sont déjà présents dans le marché avec une plateforme, et donc des synergies à valoriser et une appréciation plus fine du potentiel de l'actif, et ceux qui cherchent à entrer sur le marché. Cela rejoint le point fait tout à l'heure sur les mérites d'être seul sur une transaction et de créer son propre pipeline grâce à une plateforme.

Thomas Lefebvre : C'est la même chose au niveau des équipes. De temps en temps, nous achetons une équipe avec un pipeline.; parfois nous sommes intéressés par le pipeline mais pas par l'équipe, et inversement, parce que dans

ce cas nous ne payons pas beaucoup à l'entrée mais seulement quand les actifs vont être en ligne. Nous avons aussi remarqué, quand nous avons vendu certaines de nos plateformes dans les énergies renouvelables, que tous les acteurs n'arbitraient pas ce choix de la même manière. Il était plus attrayant pour nous de vendre à des gens qui n'avaient pas d'équipe et qui voulaient l'intégralité du package, même si on avait pensé un moment garder les équipes pour continuer à développer ce type de plateforme. Depuis on recrée des plateformes renouvelables avec de nouvelles équipes, ce qui est un peu lourd à faire, mais la vente de l'ensemble est en fait un meilleur choix pour maximiser sa valeur.

Stéphane Calas : De même, qu'en tant que gérant, nous sommes potentiellement moins tributaire de ces lourdeurs administratives que Geoffroy décrivait tout à l'heure sur le greenfield. Quand tu as investi dans une plateforme qui va elle-même gérer des petits projets locaux, les processus d'approbation sont généralement beaucoup plus rapides au niveau local que les grands projets nationaux qui entraînent recours sur recours.

Christoph Bruguier : Et encore là on parle de pipelines de stratégies sur une

seule géographie, mais en fait ce qu'on voit c'est aussi beaucoup de plateformes historiques avec des pipelines de plus en plus internationaux qui teintent pas mal le ratio risque/rendement des actifs.

MDA : Geoffroy, on est sur quels délais de recours en France ?

Geoffroy Berthon : Cela dépend des secteurs. Le délai de recours de droit commun en France contre une autorisation administrative est de deux mois (avec des aménagements et des exceptions selon les domaines), et l'on compte parfois un peu plus pour disposer d'une marge de sécurité et intégrer les délais de distance, donc entre 2 et 4 mois. Mais si des recours ont lieu, en les mettant bout à bout, le délai de purge peut s'accroître très vite en intégrant la saisine du tribunal administratif, l'appel et le pourvoi en cassation devant le Conseil d'État. Il est difficile de dégager un délai moyen, mais cela peut prendre entre cinq et sept ans, voire plus dans certains cas. Les délais de purge sont donc potentiellement longs et de nature à freiner le développement des opérations. On peut relever cependant et fort heureusement certains changements récents dans le domaine des énergies renouvelables,



puisque l'Etat a pris plusieurs mesures pour réduire les délais des recours. En matière d'éolien en mer par exemple, la plupart des décisions structurantes des projets relèvent désormais en premier et dernier ressort du Conseil d'Etat. Il s'agit d'un régime singulier qui est lié à la volonté de l'Etat de développer plus rapidement ces projets. Pour les premiers projets attribués en 2012 par exemple, la construction va commencer prochainement. Il faut donc espérer que ceux qui viennent puissent se faire plus rapidement.

Stéphane Calas : Ces très long délais se rencontrent aussi sur tout ce qui touche au secteur des incinérateurs et autres infrastructures liées au traitement de déchets. Là aussi, tu peux monter sur plusieurs années voire plus de dix ans, avant l'entrée en exploitation.

Geoffroy Berthon : En matière d'infrastructures publiques il y a aussi des cas assez notables comme par exemple celui du port de Calais. Le projet a été "closé" en 2015 et la mise en service est imminente malgré l'existence d'un recours. Une construction qui arrive à terme malgré un recours qui est toujours en suspens, c'est un précédent intéressant. Il est vrai que de ce point de vue le secteur des infrastructures

publiques est différent de celui de l'énergie, puisqu'en cas d'annulation d'un projet d'infrastructure publique, la personne publique peut récupérer l'ouvrage qui constitue généralement un bien de retour. La situation est différente dans le secteur des énergies renouvelables, où c'est le porteur du projet qui est propriétaire de son ouvrage et où une construction sous recours est très difficile voire impossible (sauf mise en place d'un mécanisme d'assurance)..

MDA : Puisque nous sommes sur le sujet des plans d'investissement, l'Etat pousse depuis quelques mois pour un développement de la filière hydrogène en France et en Europe. Quelles opportunités y voyez-vous ?

Agnès Rossi : J'ai quelques convictions sur l'hydrogène. Je pense que c'est un marché qui aura besoin des gestionnaires pour être structuré. Dans l'hydrogène aujourd'hui il y a les très grands projets, sur lequel absolument tout le monde est, mais il y a aussi une foule de petits projets qu'il va falloir consolider à termes pour en faire quelque chose. Et là, ils me semblent que seuls les gestionnaires sauront faire.

Christoph Bruguier : Il y a plusieurs sujets : la génération-production, le transport et en bout de course le déploiement via l'utilisation. Ce sont des sujets techniques et très différents les uns des autres et je pense que les allocations peuvent être différentes. Dans la partie génération-production, le premier point d'achoppement aujourd'hui est sur le coût de revient parce que si la technologie est là, il faut encore faire des économies d'échelle. Et là l'association des industriels me semble indispensable, avec un degré d'implication qui sera surtout technique pour accompagner le projet et permettre de donner de la visibilité aux investisseurs. Il y a aussi un cadre réglementaire qui commence à se structurer, avec une première définition en Allemagne et en France



cet été sur l'hydrogène vert... On a des débuts de soutien public qui commence à se mettre en place et qui seront eux aussi indispensables pour que nous investisseurs puissions nous projeter dans ces actifs de génération-production.

Sur le transport, j'ai le sentiment que cela va surtout se jouer sur notre capacité à adapter une grande partie des infrastructures actuelles, et là on a de nombreux acteurs de l'infrastructure qui sont déjà présents et qui seront désireux d'investir dans leurs actifs pour accompagner cette transition énergétique. La-dessus je pense qu'on est bien équipé, même si cela demandera une réglementation claire et pas mal de CAPEX. Et enfin il y a le grand sujet de l'utilisation de l'hydrogène, où les deux grands sujets pour l'instant sont les transports et la décarbonation de certains processus industriels très lourds, comme par exemple la production d'acier. Là pour moi cela fait partie d'un champ où il y aura là aussi besoin de travailler avec des industriels.

Thomas Lefebvre : Sur cette question ce n'est pas encore vraiment clair de qui va gagner entre l'hydrogène et l'électricité. Cela va dépendre des pays, des géographies et des incitations



fiscales ou des soutiens financiers qui sont fournis. On est par exemple dans une entreprise qui s'appelle HTEC en Colombie-Britannique qui fait de la production d'hydrogène par électrolyse et on voit des utilisations intéressantes : ils viennent par exemple de signer un contrat avec un campus pour produire sur place, et l'hydrogène est spécifiquement utilisé pour les véhicules à l'intérieur du campus.

Ils ont aussi une centrale hydrogène avec une solution de transport sur des camions pour transporter l'hydrogène dans des stations-services pour que des véhicules viennent s'alimenter, mais le problème est qu'aujourd'hui au Canada il n'y a que quelques dizaines de véhicules hydrogènes sur le marché. Et donc je suis assez d'accord pour dire que pour lancer la plupart des projets les fonds d'investissement sont peut-être mieux placés parce qu'ils peuvent se permettre d'attendre que l'effet boule de neige se mette en place. Mais il va encore falloir un peu de temps pour déterminer qui de l'hydrogène ou de l'électricité sera gagnant. Par exemple pour de grandes flottes de véhicules comme UPS ou Amazon, l'hydrogène est sans doute plus pratique parce que la recharge peut se faire très rapidement, contrairement aux véhicules électriques. Mais pour les véhicules individuels ? La question se pose encore, et pour moi il est clair que

le secteur se cherche encore beaucoup en Amérique du Nord. L'Europe me paraît plus en avance parce qu'ils ont des industriels qui ont investis dans la thématique et qu'il y a la possibilité de faire du stockage dans les gazoducs, ce qui n'est pas le cas encore aux Etats-Unis. Pour moi il y a pour l'instant un équilibre entre les petites applications qui seront mieux investies par les fonds et les très grands projets qui seront peut-être mieux servis par des industriels qui ont un intérêt à collaborer avec les gouvernements pour créer un mouvement de fond.

Stéphane Calas : Surtout que les industriels n'ont pas vraiment le choix, en réalité. La raison pour laquelle ils se positionnent sur ces nouvelles infrastructures de production, c'est qu'elles sont en train de « disrupter », de menacer et potentiellement de détruire leur cœur de métier qui repose sur les énergies fossiles. Donc par définition, ils ont besoin de se positionner d'une façon ou d'une autre sur ces nouveaux enjeux. Certains ont d'ailleurs été assez inventifs dans leur transition vers l'électro-mobilité ou l'hydrogène en créant en interne des équipes d'investissements spécialisées, chargées des prises de participations dans les acteurs émergents et, le cas échéant, de partenariats avec les fonds. La question pour nous est de savoir

si ces industriels-là sont les mieux positionnés pour faire cette transition, ou si, au contraire, ce seront les petits opérateurs qui partent de zéro et qui ont des processus plus innovants qui seront les bons chevaux dans cette course.

Agnès Rossi : Il y a une différence dans ce qui est recherché, cependant, aujourd'hui les industriels investissent dans la technologie, là où les gestionnaires cherchent le rendement financier.

Christoph Bruguier : Le rendement financier mais aussi la pérennité de l'actif sur le long terme. Les industriels vont plutôt chercher le stratégique.

Stéphane Calas : Et puis nous avons aussi tous des objectifs et des engagements ESG aujourd'hui, il ne faut pas l'oublier.

Christian Jabre : C'est stratégique pour les industriels, mais les besoins d'investissements sont tels qu'ils ne vont pas pouvoir le faire seuls.

Stéphane Calas : Certains citent l'estimation de 100 000 milliards de dollars d'investissement pour décarboner l'économie d'ici 2050. Personne ne pourra réussir seul de son côté et cela supposera bien une

pluralité d'investisseurs aux différents stades du cycle de développement.

Christian Jabre : Pour la filière hydrogène par exemple, il faut intégrer les électrolyseurs mais aussi en amont l'énergie verte pour le faire, ce qui augmente considérablement l'investissement.

Stéphane Calas : Et ensuite il faut transformer tout l'outil industriel en aval.

Christian Jabre : Ce qui déclenche de vraies problématiques et des enjeux de tarification de l'énergie de l'hydrogène vert importants mais aussi de visibilité du marché. Plusieurs éléments me semblent fondamentaux : en ce qui concerne les électrolyseurs, leur prix est en train de baisser rapidement, avec un approvisionnement à anticiper. Le coût et la volumétrie disponible d'énergie verte sera aussi critique, mais, l'enjeu le plus incertain est la visibilité nécessaire sur les politiques publiques et les transformations de l'aval, suffisamment tôt de manière à permettre les investissements importants nécessaires. Il y a certes aujourd'hui des nombreux projets de taille diverse mais abaisser le coût de revient de l'hydrogène est aussi une question d'échelle, ce qui nécessite de la visibilité et de l'engagement.

Christoph Bruguier : Il y a clairement des questions qui se posent sur ce marché qui est en train de se développer. Est-ce une production locale ou avec acheminement ?

Stéphane Calas : On commence aussi à voir ces questions et opportunités dans nos participations. Nous avons un actif dans le nord de la Norvège qui a développé des fermes éoliennes et où l'un des projets de la collectivité locale est d'installer, à terme, une usine de production d'hydrogène vert parce que c'est le positionnement idéal en termes de conditions climatiques pour produire de l'électricité verte. Mais

comme tu le dis très justement, il faut gérer la question du transport. Si tu te limites à quelque chose de relativement petit, avec une production limitée, tu peux sans doute recycler l'hydrogène dans l'économie locale, notamment les ferries dans ce cas. Si l'on veut bénéficier d'effets d'échelle, il faudra toutefois viser plus grand et trouver d'autres débouchés.

Christoph Bruguier : C'est vrai que c'est l'une des grandes questions : est-ce qu'on fait de l'électricité, de l'hydrogène, du biocarburant... On va voir quel sera le bon mode.

Agnès Rossi : Mais vous constitueriez un fonds uniquement hydrogène ?

Stéphane Calas : Nous sommes en train de structurer un fonds qui ne va pas être uniquement hydrogène, mais qui aura une composante hydrogène importante puisqu'il sera dédié au « zéro carbone ». Nous le faisons dans un véhicule dédié, distinct de nos fonds principaux, parce qu'aujourd'hui la plupart des actifs sont des projets *greenfield*, et ce n'est pas quelque chose que l'on peut loger dans une stratégie *brownfield* classique ou *core*. La question est de savoir si l'on est capable de faire émerger des acteurs indépendants et pas uniquement de soutenir les industriels en place.

Thomas Lefebvre : Nous sommes aussi en train de monter des véhicules de transition énergétique, pas uniquement sur l'hydrogène, parce que comme Stéphane l'a très bien dit il est important de garder une position diversifiée, surtout que la définition de la transition énergétique est constamment en train de changer et d'intégrer de nouveaux secteurs. Ce sera sans doute un véhicule qui aura des retours un peu inférieurs à notre fonds flagship et qui aura une durée de vie un peu plus longue pour que nous puissions nous donner le temps de développer ces plateformes au fur et à mesure des évolutions technologiques.





Mais en tout cas c'est une thématique à laquelle on ne peut pas couper dans les années à venir, notamment sur les nouveaux carburants, un sujet très prévalent en Amérique du Nord.

Stéphane Calas : Dans tous les cas, je pense qu'une partie de cette transition vers l'hydrogène aura sa place dans des fonds diversifiés brownfield parce qu'il y aura aussi des investissements à faire plus en aval, par exemple sur les flottes de véhicules ou l'infrastructure de distribution le moment venu. Le reste, la tech, la R&D, la production amont sera sans doute plus à sa place dans des stratégies spécifiques.

MDA : Stéphane, vous évoquiez



tout à l'heure la question de l'ESG et des critères extra-financiers. L'infrastructure a toujours été en pointe sur ces sujets, mais y a-t-il eu une accélération à l'instar des autres classes d'actifs ?

Stéphane Calas : Je dirais même que c'est ce qui a permis l'émergence de la classe d'actifs infrastructure et créé une grande partie des opportunités d'investissement. La transition énergétique, puis la transformation numérique, ont créé les nouveaux besoins d'infrastructures adaptées et développé la base d'actifs dans lesquels nous investissons aujourd'hui. Est-ce que cela s'est accéléré ces dernières années ? Indéniablement. Je pense que ces enjeux sont désormais pris extrêmement au sérieux par l'ensemble des investisseurs, et qu'il n'y a plus de possibilité de greenwashing dans notre classe d'actifs. Les LPs regardent précisément ce qui est en place dans le processus d'investissement, dans le processus de gestion, comment est fait le reporting, etc. C'est un critère essentiel pour eux, et un enjeu majeur pour nous.

Christoph Bruguier : Le thème est là depuis longtemps, c'est le cadre qui évolue à mon sens.

Stéphane Calas : Oui, l'attention et la communication sont plus fortes, mais depuis l'origine, dès lors que tu te positionnes sur des investissements de long terme, tu te poses forcément la question de savoir quelle sera sa valeur au moment de la sortie. Et donc naturellement tu as plutôt tendance à privilégier des secteurs où l'on sait qu'il y aura toujours une valeur terminale parce qu'ils s'inscrivent dans des tendances à long terme, plutôt que d'investir dans des actifs à forte rentabilité à court terme mais dont on ne sait pas si dans 10 ans quelqu'un voudra encore les acheter ou s'ils finiront comme des « actifs échoués ». Il y a d'ailleurs eu quelques cas intéressants récemment sur des infrastructures liées aux énergies fossiles, notamment au charbon, où il y a très peu d'acquéreurs voire aucun, et donc une capacité de négociation très limitée pour le vendeur.

MDA : S'il y a un pricing négatif sur les énergies fossiles, est-ce qu'on trouve aussi un pricing positif sur l'ESG ?

Christian Jabre : Sur la dette il y a en effet du pricing différencié.

Stéphane Calas : Oui, effectivement, tu peux voir un pricing positif des



financements sur les projets qui répondent à certains critères.

Christoph Bruguier : C'est vrai. On a fait récemment un financement sustainability-linked où on définit des KPI ESG. En fonction de la performance sur les KPI on paie plus ou moins de marge de crédit.

Stéphane Calas : Mais cela reste assez symbolique pour l'instant en termes de marge, non ?

Christoph Bruguier : La variation de marge n'est pas très significative, mais ce qui est important c'est que cela s'inscrive dans la mise en œuvre des meilleures pratiques de gestion ESG, qui est au cœur de notre stratégie d'investissement long terme.

Christian Jabre : On voit aussi de nombreux projets sur lesquels les critères de consommation énergétique sont définis et au-delà desquels les prêteurs n'interviendront pas. La qualification verte de l'énergie est aussi une contrainte importante. En fonction du caractère vert du grid, dans certains pays il nous est parfois plus facile de mobiliser le financement pour un projet avec en plus son approvisionnement énergétique vert, plutôt que le projet uniquement avec

une connexion au grid.

MDA : Agnès, cela a aussi changé des choses dans la structuration des fonds, notamment sur le carried interest ?

Agnès Rossi : Il y a eu deux impacts. La taxonomie a poussé des investisseurs à refusé d'investir dans des fonds qui ont des actifs qui ne sont pas conformes à la Taxonomie européenne.

Donc comment est-ce que tu structures ton fonds demain pour avoir des actifs qui sont conformes et d'autres qui ne le sont pas ? Sur le carried, pas mal de fonds conditionnent une partie du carried à l'atteinte de certains objectifs ESG. Mais il n'y a pas de normes de marché : j'ai dû le faire pour une dizaine de fonds en France et j'ai dix systèmes différents. Je ne sais pas si ça va se normaliser, mais pour l'instant il n'y a pas encore de standard. Je ne sais pas si c'est le cas aux États-Unis ?

Thomas Lefebvre : Non, nous avons un carried tout à fait classique. En revanche, on a tout un département conformité et des processus très disciplinés, avec des LPs, notamment les sociétés d'assurance, qui refusent d'investir dans certains actifs et qui ont des options d'exclusion, par exemple

sur des actifs qui dépasseraient une production de X% de méthane.

MDA : Et chez Vauban et Cube ?

Stéphane Calas : Le bonus annuel payé aux membres de l'équipe prend en compte une composante ESG. Une partie de notre rémunération est ainsi conditionnée aux enjeux ESG. Cela concerne de façon très concrète la politique de rémunération au sein de la société de gestion et des participations.

Christoph Bruguier : Pareil de notre côté. C'est totalement intégré dans la politique de performance et dans les participations au niveau de la performance de nos managers.

Stéphane Calas : Comment est-ce que tu le définirais ? Autant le TRI net investisseur est une métrique simple, autant les critères ESG spécifiques...

Agnès Rossi : Justement il y a mille manières de le faire, que ce soit via des formules mathématiques complexes ou des KPI qui sont évalués par un acteur externe.

Stéphane Calas : Oui, voilà, tu devrais donc t'en remettre à quelqu'un d'autre, un tiers chargé de déterminer une part du carried.

Thomas Lefebvre : Je me demandais aussi. Ce sont des critères qui sont tellement subjectifs, qui évoluent...

Agnès Rossi : Exactement. Donc est-ce que tu le fais au début de l'investissement, au milieu ou à la fin du fonds ? J'ai dix méthodes différentes pour dix fonds différents, tout existe. Pour l'instant la seule chose que je n'ai pas réussi à faire passer, c'est le bonus sur le carried en fonction des KPI. S'il y a un malus, il devrait selon moi y avoir un bonus en cas de surperformance sur les KPI, mais ça ne passe pas. ■