

Le **Magazine** des

AFFAIRES

Pour une meilleure information des professionnels



L'INFRASTRUCTURE

GRAND GAGNANT DE LA SORTIE DE CRISE



Infrastructure

Décryptage du rapport RTE

Finance

L'ESG s'impose rapidement dans le paysage financier

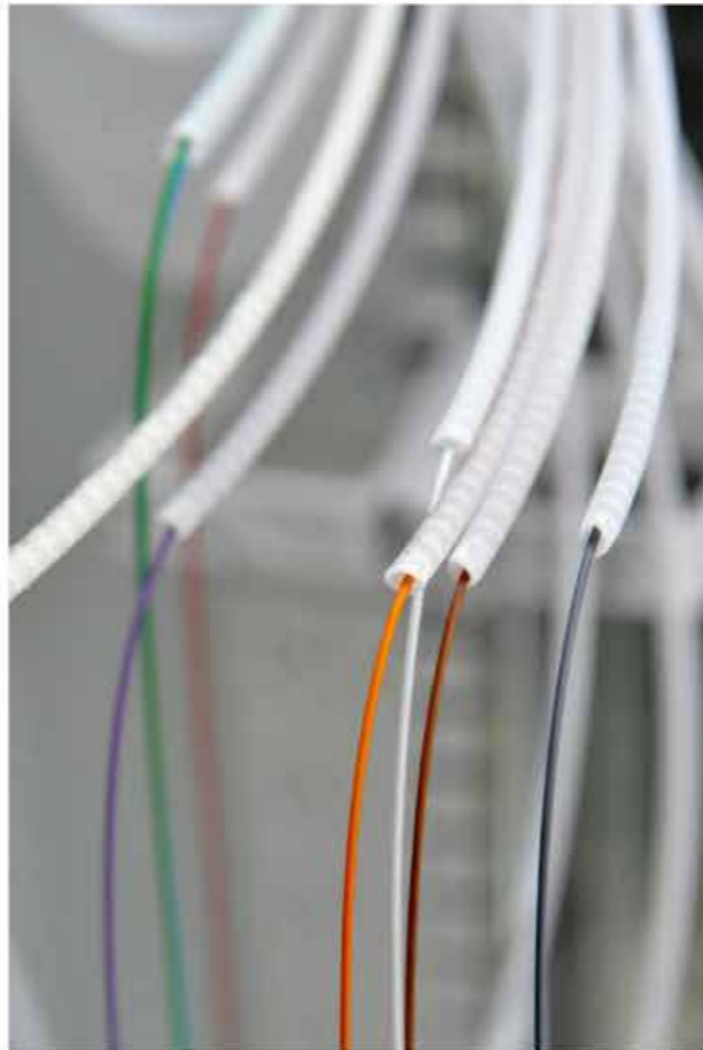
Rencontre d'experts

L'infrastructure plébiscitée de toute part



Combining Regular Yield and Capital Appreciation

Our team of **investment professionals** from the infrastructure industry boasts a strong operational background. We deliver investors unique access to the continental **European infrastructure mid-market** through proprietary transactions, with a **“buy-grow-and-hold” strategy**.



www.cubeinfrastructure.com

Cube Infrastructure Managers
41, Avenue de la liberté, L-1931 Luxembourg



Le Magazine des
AFFAIRES
Pour une meilleure information des professionnels

Coordonnées du Magazine des Affaires

Info Eco SAS

Siège social :
8 rue Louis Philippe
92200 Neuilly-sur-Seine
TEL : 01 47 22 63 13
<http://www.magazinedesaffaires.com>

Dépôt légal à la parution
N° de commission paritaire :
0922 T 86585
ISSN : 1770-4103

Directeur de publication
Olivier Bénureau

Impression :
Imprimerie Jouve
733, rue St Léonard
53100 Mayenne

Directeur de la Rédaction :
Olivier Bénureau
(ob@magazinedesaffaires.com)

Journaliste :
Bilal Chennoune
(bchennoune@magazinedesaffaires.com)

Maquettiste, Infographiste :
Maroua, Nadine de Lène Mirouze
(m.delenemirouze@magazinedesaffaires.com)

TIC-TAC, TIC-TAC...



Le chronomètre pour arriver à la neutralité carbone est bel et bien enclenché. Et la course semble mal commencer à la sortie d'une COP 26 loin d'avoir tenu toutes ses promesses. Le chantier est pourtant immense : comme le rappelle RTE dans son rapport sur l'avenir énergétique de la France, la transformation nécessaire pour sortir des énergies fossiles doit être menée à bien en seulement trois décennies et accélérer de manière substantielle d'ici 2030.

Pour y parvenir, différentes options sont sur la table. Les six scénarios envisagés par RTE partent du principe que la France arrivera à réduire sa consommation finale d'énergie de 40 %, de 1600 TWh/an actuellement à 930 TWh/an. Un défi là encore colossal, tant l'inertie des habitudes et des industries est complexe à surmonter, et ce d'autant que la Stratégie nationale bas carbone repose en premier lieu sur l'efficacité énergétique, puis sur une électrification décarbonée de l'ensemble du pays, visant à augmenter à terme la part de l'énergie consommée en électricité de 25 % à 55 %. Dans ce contexte, il semble difficile - voire impossible ? - pour un pays comme la France de se passer du nucléaire, qui a historiquement permis à la France de garder sa pollution carbone faible en comparaison de ses voisins européens. Mais le seul nucléaire ne saurait tout faire : même le scénario N03, le plus porté sur la fission avec 50 GW de nucléaire en 2050 (soit environ 50% de la production d'électricité), compte sur les énergies renouvelables pour assurer l'approvisionnement restant en énergie.

En attendant des prises de décisions politiques fortes, les filières s'organisent et accélèrent leurs investissements dans les renouvelables et la décarbonation des portefeuilles. Le plan américain de 1200 Mds\$, désormais entériné, devrait contribuer à cette accélération Outre-Atlantique. En Europe cette volonté de se fait aussi ressentir avec un triple credo : plus d'infrastructures, plus de renouvelables, plus d'ESG. Selon Preqin, les actifs ESG du marché privé européen devraient d'ailleurs monter en flèche pour atteindre entre 775,7 milliards et 1200 milliards d'euros d'ici 2025. Les actifs alternatifs en particulier devraient être à l'avant-garde de ce mouvement : les actifs ESG devraient représenter 33,7 % et 40,6 % du total des actifs sous gestion de l'immobilier et des infrastructures d'ici-là.

Olivier Bénureau
Directeur de la Rédaction

TARIFS D'ABONNEMENTS 2021 (TVA à 2,1%)

→ **Abonnement Premium** : 10 numéros dont les guides du CAC 40, SBF 120, ETI et accès à notre base documentaire et aux derniers numéros du MdA à travers un code d'accès personnalisé :
Tarif : 990 € HT soit 1010,79 € TTC (TVA = 2,1%).

→ **Abonnement Entreprise** (5 abonnements) : 10 numéros dont les guides du CAC 40, SBF 120, ETI et accès à notre base documentaire et les derniers numéros du MdA à travers des codes d'accès personnalisés :
Cet abonnement permet également de publier des articles dans le Magazine des Affaires tout au long de l'année:
Tarif : 1800 € HT soit 1837,8 € TTC (TVA = 2,1%).

Payer par virement ou chèque à l'ordre de :

Info Éco SAS - 8 rue Louis Philippe 92200 Neuilly-sur-Seine

ACTUALITÉS

■ Capital Privé

- P6. L'Unitranche continue sa percée dans l'Hexagone
- P8. Après une succession de records historiques sur les 3 derniers trimestres, l'Argos Index® est en baisse
- P10. EQT lève 15,7 milliards d'euros pour son cinquième fonds Infrastructure
- P11. Vauban conforte son portefeuille nordique avec Boréal
- P12. Bouygues reprend Equans à Engie pour 7,1 milliards d'euros
- P13. Le loueur de wagons Ermewa quitte le giron de la SNCF
- P14. Les Etats-Unis engagent 1200 Mds \$ dans la reconstruction des infrastructures du pays

SPÉCIAL INFRASTRUCTURE

■ Dossier

P16. Infrastructure : un marché de plus en plus concurrentiel

■ Interview

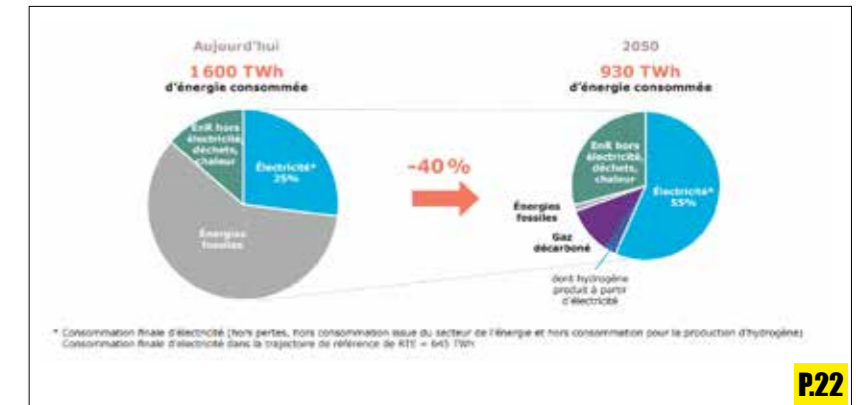
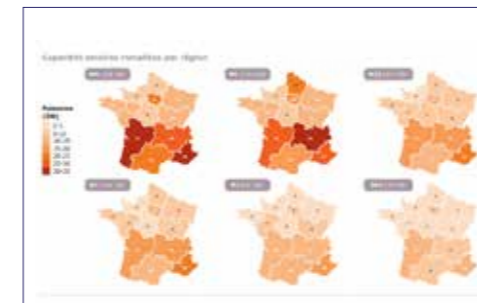
P20. Infrastructure : regard de LPs :
4 questions à Vivian Nicoli, vice-présidente, Infrastructures pour l'Europe, CDPQ.



L'INFRASTRUCTURE
GRAND GAGNANT DE LA SORTIE DE CRISE

■ Infrastructure

P22. La France face à son avenir énergétique



LES RENCONTRES D'EXPERTS

■ Table ronde infrastructure

P26. L'infrastructure plébiscitée de toute part

■ Transition énergétique

P46. L'énorme défi de la transition énergétique

P48. Les fonds d'infrastructures sont indispensables à la transition énergétique

■ ESG

P52. L'ESG s'impose rapidement dans le paysage financier



LA TRANSITION ENERGETIQUE
EN 2021 ETAT DES LIEUX

- En 2019, 146 pays ont signé l'accord de Paris sur le climat. L'objectif est de limiter l'augmentation de la température mondiale à un niveau inférieur à 2°C par rapport à l'ère préindustrielle.
- En 2020, les transports ont été les plus polluants en termes de CO2, devant les bâtiments et les industries.
- En 2020, les transports ont été les plus polluants en termes de CO2, devant les bâtiments et les industries.
- En 2020, les transports ont été les plus polluants en termes de CO2, devant les bâtiments et les industries.

L'UNITRANCHE CONTINUE SA PERCÉE dans l'Hexagone

La dette privée continue de se généraliser en France, et notamment la dette unitranche qui offre l'avantage de ne proposer une seule tranche, un seul investisseur et un seul taux. Rapide et efficace, elle offre une solution de financement flexible mais plus onéreuse que la dette bancaire. Pour la première fois en France, l'Indice Aether FS Unitranche, mesure la marge d'intérêt moyenne des financements unitranche mis en place. Etat des lieux en 2021.

L'unitranche s'est véritablement banalisée dans le paysage du LBO français. Pour aider les entreprises à avoir une notion du coût du financement unitranche, Edouard Narboux a créé un indice de la dette privée unitranche qui renseigne le montant du coût pour un tour de levier. L'Indice Aether FS Unitranche France est en effet calculé au moyen du rapport entre la marge d'intérêt et le levier au closing d'une opération, et ce sur une base de six mois glissants. Ainsi, fin 2020, il se situait à 1,37. "Cela signifie que pour 5 tours de leviers, le taux sera théoriquement de 6,85%", précise Edouard Narboux, président cofondateur. Pour mémoire, il se situait à 1,85%, il y a deux ans, et était descendu à 1,27% fin 2019. Cette baisse s'explique par la démocratisation de la dette privée unitranche, mais depuis l'indice est remonté légèrement avec le Covid. Lors du quatrième trimestre 2020 a atteint 7,28 %, pour un levier moyen de 5,4 fois. Lors des

trois premiers mois de l'année dernière, la marge s'établissait à 6,36 % pour un levier identique. Sur la période 2018-2020, la marge d'intérêt a excédé 8 % dans 13 % des dossiers.

UNE REMONTÉE DE L'INDICE AU 3^E TRIMESTRE 2021

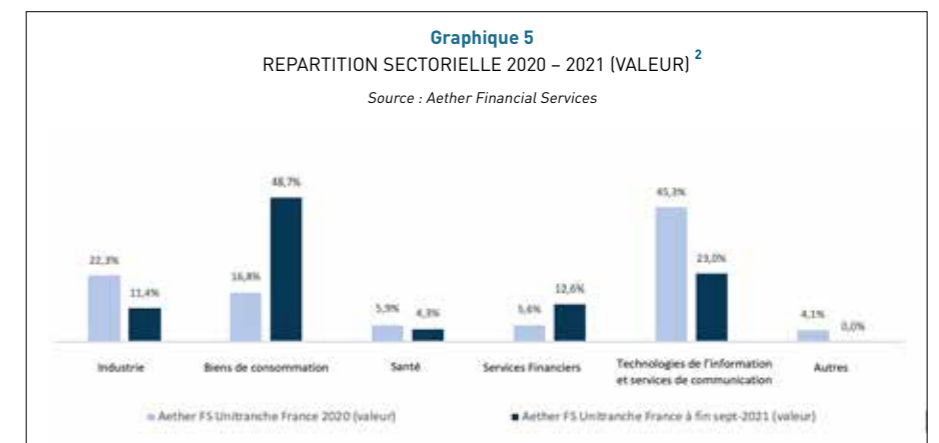
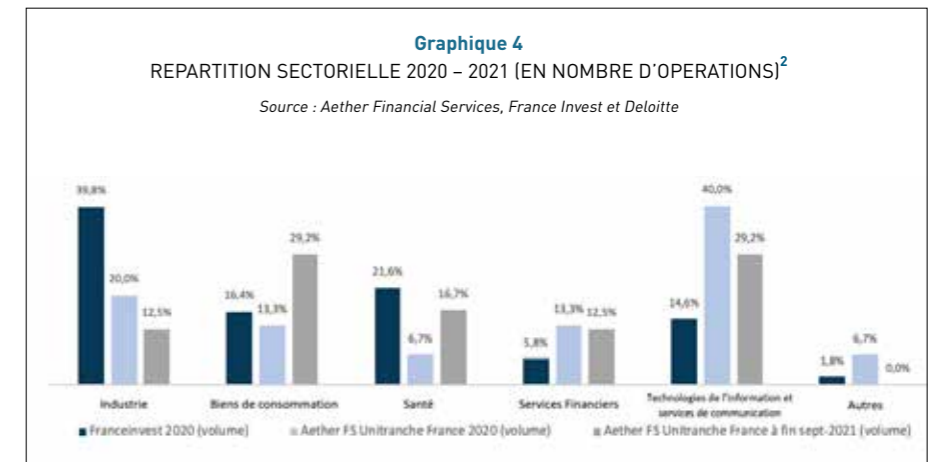
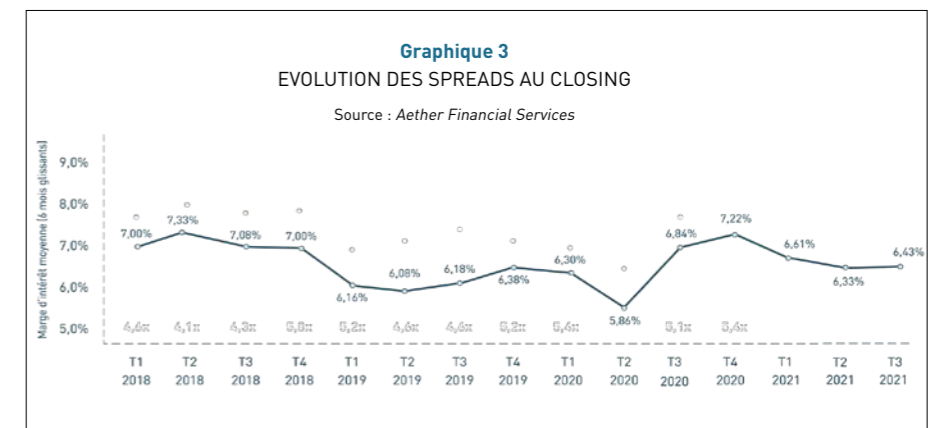
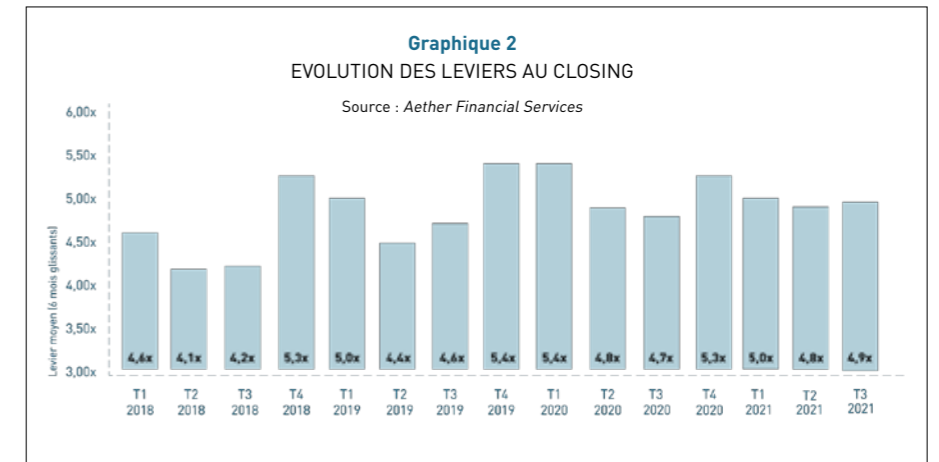
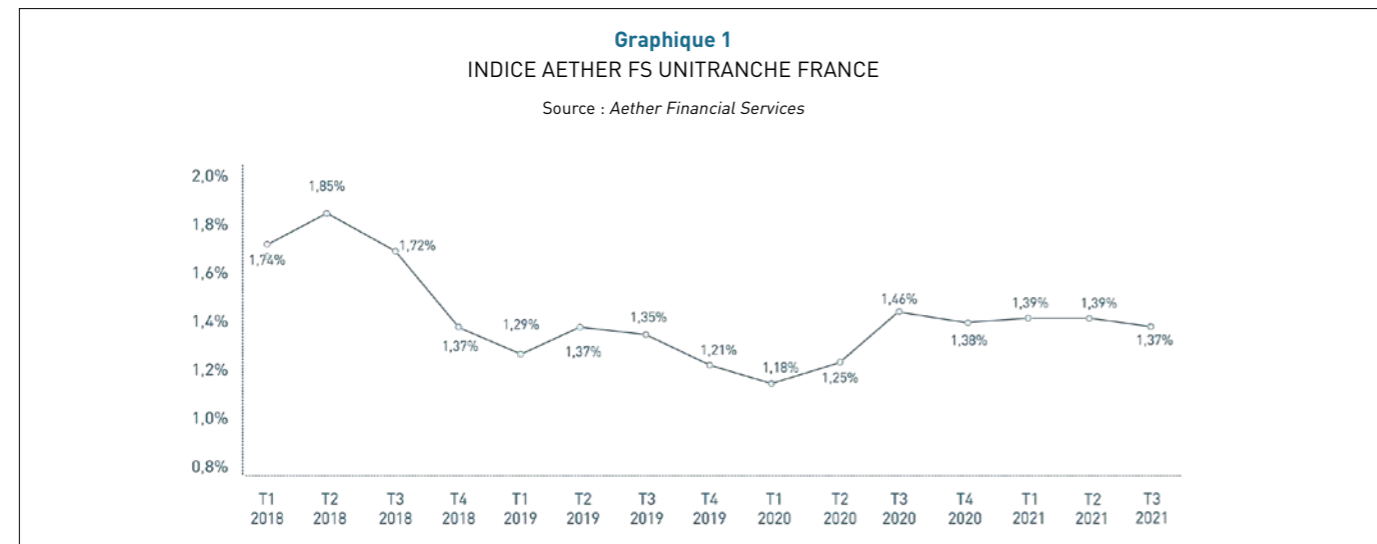
En 2021, les deux premiers trimestres s'étaient révélés stables (aux alentours de 1,39%) et affichaient des baisses proportionnelles au niveau des marges et des leviers. Cependant, au troisième trimestre 2021, l'Indice affiche une légère baisse par rapport au second trimestre, passant de 1,39% à 1,37%. A noter que cette baisse de l'Indice au troisième trimestre s'accompagne d'une augmentation des marges et des leviers (voir graphiques 2 et 3 ci contre). L'augmentation du nombre de transactions s'est poursuivie avec près de 20 opérations sur six mois glissants et la taille moyenne des

opérations clôturées au troisième trimestre double par rapport au deuxième trimestre, passant de 74M€ à 135M€, notamment grâce à 6 opérations supérieures à 100M€. Dans le détail, on observe une légère hausse des leviers est constatée, avec une moyenne passant de 4,77x à 4,86x au trimestre, avec des bornes similaires à celles du deuxième trimestre 2021 (tous les leviers étant compris entre 3,50x et 6,50x). Selon les spécialistes d'Aether FS Unitranche : « Le spread moyen connaît également une légère hausse, passant de 6,33% au T2 2021 à 6,44% au T3 2021. Et cette hausse plus marquée des leviers (+1,96%) par rapport à celle des marges (+1,64%) explique la légère contraction de l'Indice au T3 2021 ».

DES DIFFÉRENCES SELON LES SECTEURS

Il en ressort que malgré l'appétence des investisseurs en dette privée pour le secteur Industriel en général, il semble

que les financeurs en Unitranche en sont moins friands. A contrario du secteur IT qui offre croissance, marge et visibilité, 3 facteurs clés pour obtenir des niveaux de levier important et qui correspondent à ce que recherche les Unitrancheurs. Entre 2020 et 2021 (sur les neuf premiers mois de l'année), la part des opérations dans les secteurs des biens de consommation et de la santé a significativement augmenté. Avec un ticket moyen en hausse à 184M€ en 2021 (contre 168M€ en 2020), les opérations dans les biens de consommation représentent presque la moitié du total des opérations (en valeur). Ceci s'explique par des opérations d'envergure telles qu'European Camping Group et Aroma-Zone ou des opérations dans le secteur de l'éducation. A l'inverse, le ticket moyen dans le secteur de la santé est beaucoup plus faible (28M€) et ce secteur ne représente que 4,3% de la valeur totale des opérations en 2021 (contre 16,7% du nombre d'opérations). La proportion représentée par l'industrie diminue à la fois en valeur et en volume, malgré un nombre d'opérations stable en 2020 et sur les neuf premiers mois de 2021 (la hausse du nombre total d'opérations entre 2020 et 2021 explique la baisse de la part de l'industrie en volume). Même si les technologies de l'information et services de communication représentent toujours un tiers du nombre total d'opérations en 2021, ce dernier secteur voit sa proportion diminuer, à la fois en volume et en valeur. En valeur absolue, le nombre d'opérations est toutefois en augmentation (6 en 2020, 7 en 2021) mais le ticket moyen diminue de 152M€ à 87M€, notamment marqué par l'impact de l'opération Questel en 2020 (555M€). En conclusion, l'appétence sectorielle des Unitrancheurs n'est pas statique d'année en année. C'est davantage la qualité intrinsèque des actifs qui semble être expliquée les différences. ■ O.B



APRÈS UNE SUCCESSION DE RECORDS HISTORIQUES

sur les 3 derniers trimestres, l'Argos Index® est en baisse

Tirées par un marché M&A booming au premier semestre 2021 et une dette abondante, les valorisations des PME européennes ont atteints des records historiques ces derniers trimestres. L'indicateur du 3ème trimestre 2021 laisse augurer un retour à la raison. Etat des lieux.

2021 ne ressemble à aucune autre année. Après un début d'année complétement fou, l'activité M&A mid-market se stabilise en volume mais baisse en valeur par rapport au trimestre précédent. Ceci dit, l'activité M&A mondiale demeure la plus active jamais enregistrée sur les 3 trimestres de 2021, à 4400 milliards de dollars, tirée par la reprise rapide de l'économie et par les politiques actives de croissance externe des grands groupes. La bonne nouvelle c'est que la reprise du mid-market européen est plus progressive que celle du large-cap européen ou celle du mid-cap américain. Désormais, les acteurs du mid-market sont plus prudents et tiennent compte de la situation atypique et instable créée par la crise du Covid : chaînes d'approvisionnement dérégulées, envolée des prix de l'énergie et des matières premières, ainsi qu'une forte hausse de la demande rendent les données financières moins lisibles, les cash-flows plus volatils et les prix plus difficiles à fixer.

UN INDICE EN BAISSÉ

Après une succession de records historiques sur les 3 derniers trimestres, l'Argos Index® est en baisse au 3ème trimestre 2021 à 11,0x l'EBITDA, mais reste à des niveaux historiquement élevés. Cette baisse est liée au repli des prix payés par les fonds d'investissement, à 11,3x l'EBITDA,

après le niveau record atteint au 2e trimestre. Les prix se rapprochent ainsi de ceux payés par les industriels, à 10,9x l'EBITDA. La correction



Louis Godron

“La reprise du mid-market européen est plus progressive que celle du large-cap européen ou même que celle du mid-cap américain.”

de l'indice s'explique également par la composition sectorielle de l'échantillon qui retrouve celle d'avant la crise Covid, et qui reflète le retour à la normale du nombre d'opérations sur les secteurs traditionnels. Ainsi la

part des opérations dans les secteurs de la santé et de la technologie est repassée sous les 40% au 3e trimestre 2021. Cela se traduit également par une plus forte polarisation du marché entre secteurs : l'écart-type sur l'indice est à un niveau très élevé, dans un contexte post-Covid atypique (moins de lisibilité des chiffres 2020/2021 et volatilité des cash-flows). Le maintien de l'indice à des niveaux élevés s'appuie cependant sur des conditions macro-économiques toujours particulièrement favorables : reprise de la croissance économique plus rapide et prononcée que prévu liée au succès de la vaccination en Europe et au soutien massif des États comme de l'Union européenne aux acteurs économiques, maintien par la BCE de conditions financières exceptionnelles, conduisant à un afflux de liquidités en mal de rendement.

LES FONDS PAYENT 11,3X L'EBITDA EN MOYENNE

Les multiples payés par les fonds d'investissement ont marqué un net recul à 11,3x l'EBITDA après leur niveau record atteint au 2e trimestre. Les opérations réalisées ont été moins centrées sur la santé et la technologie avec un effet mécanique sur le niveau des multiples. Ils continuent d'être soutenus par les conditions exceptionnelles de financement, par

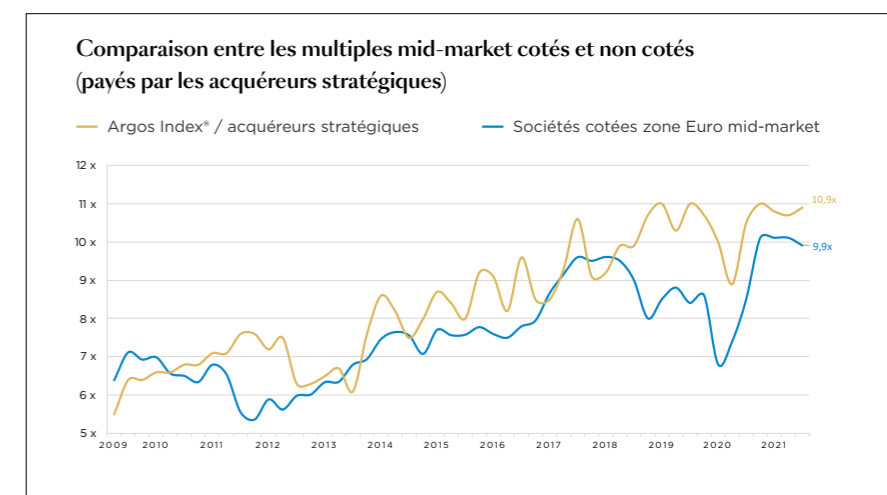
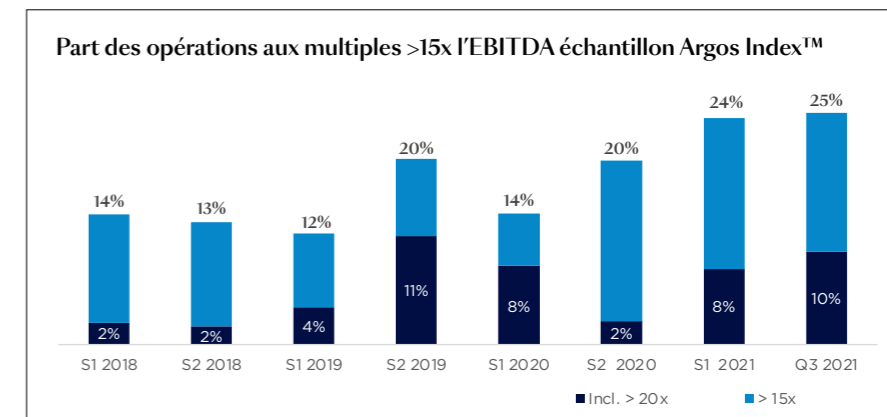
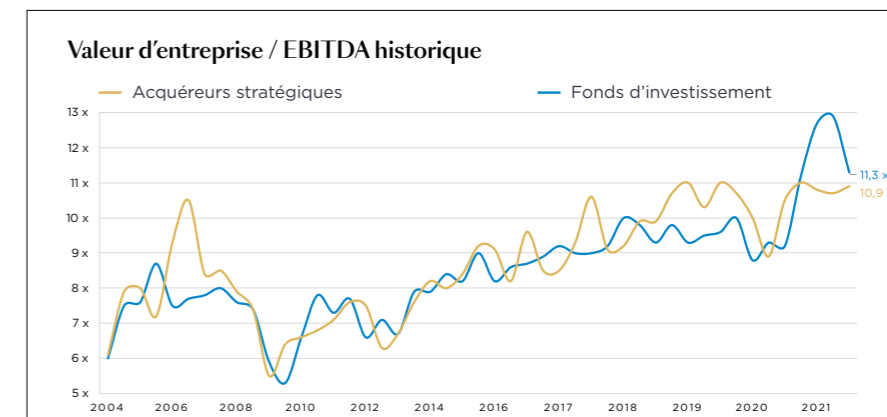
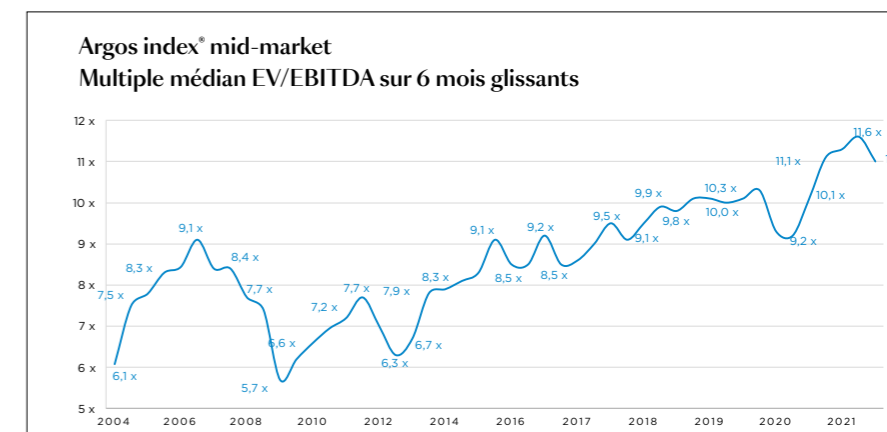
le stock de capital à investir et par la forte concurrence sur les actifs de qualité. Ainsi l'activité des fonds d'investissement dans le monde a atteint 820 Mds sur les 3 premiers trimestres 2021, un niveau inégalé depuis les années 1980, pour représenter un quart du marché M&A.

LA PART DES MULTIPLES > 15X STABLE À UN QUART DES OPÉRATIONS

La part des opérations aux multiples supérieurs à 15x l'EBITDA reste élevée au 3e trimestre 2021 pour représenter un quart des opérations analysées.

LES ACQUÉREURS STRATÉGIQUES PAYENT 10,9X L'EBITDA

Les multiples payés par les acquéreurs stratégiques sont restés à un niveau élevé ce trimestre, de 10,9x l'EBITDA. Ce sont essentiellement de grandes sociétés cotées : elles ont représenté 78% des acquéreurs stratégiques, en ligne avec le 1er semestre, niveau le plus élevé depuis le début de l'indice Argos. Les sociétés cotées bénéficient de la hausse continue des marchés action et du niveau élevé de leurs propres multiples, malgré la légère baisse ce trimestre à 9,9x l'EBITDA. Leur activité M&A est portée par le contexte économique, l'accès au financement à coût réduit et un niveau record de trésorerie disponible après la crise, mais également par des changements structurels (numérisation, ESG, comportement des consommateurs) qui poussent à la transformation de grandes entreprises sur de nombreux secteurs et à des acquisitions structurantes. ■ O.B



Source : Argos Index® mid-market / Epsilon Research

Source : Argos Index® mid-market / Epsilon Research

Source : Argos Index® mid-market / Epsilon Research

Source : Argos Index® mid-market / Epsilon Research

EQT LÈVE 15,7 MILLIARDS D'EUROS

pour son cinquième fonds Infrastructure

Avec ce closing, EQT s'est de nouveau imposé comme l'un des gérants européens incontournable de la classe d'actifs. Cette levée record est aussi l'occasion d'un changement de stratégie mettant l'emphase sur les énergies renouvelables et la transition énergétique, jusqu'ici hors du champ d'investissement du géant suédois.

Nouvelle étape majeure pour EQT : déjà reconnu comme l'un des plus grands gestionnaires d'infrastructures au monde aux côtés de ses concurrents Global Infrastructure Partners et Brookfield Asset Management, le suédois vient de clôturer son cinquième fonds flagship dédié aux infrastructures à hauteur de 15,7 milliards d'euros, un peu plus d'un an après son lancement en juillet 2020.

Si ce millésime suit majoritairement la même stratégie de son prédécesseur, qui consiste à investir principalement en Europe et en Amérique du Nord, l'Asie-Pacifique est susceptible d'occuper une place plus importante en tant que destination d'investissement. "Le fonds IV avait une petite enveloppe pour l'Asie-Pacifique, grâce à laquelle nous avons commencé notre partenariat avec Temasek dans la région", explique Lennart Blecher, Deputy Managing Partner chez EQT. "Nous avons engagé des professionnels de l'investissement en Corée du Sud et au Japon au cours des derniers mois et allons essayer de déployer entre 5 % et 10-15 % du Fonds V dans la région".

LE DÉVELOPPEMENT DURABLE À L'HONNEUR

Particulièrement marquante est la vitesse de déploiement du fonds. Alors même que le closing final est annoncé,

EQT a déjà investi un peu plus de 50% de son cinquième fonds dans un portefeuille de 12 actifs, réparti entre dans les secteurs du transport, des infrastructures sociales et numériques et tout particulièrement de la transition énergétique. Le dernier fleuron d'EQT a ainsi déjà fait l'acquisition de Covanta, une entreprise américaine de valorisation énergétique des déchets Covanta pour 5,3 milliards de dollars, mais également celle des développeurs de photovoltaïque Cypress Creek Renewables (USA, plus de 2 milliards de dollars) et Solarpack (Espagne, 881 millions d'euros).

"Le secteur des énergies renouvelables s'est développé et est plus mature aujourd'hui que lorsque nous avons commencé à investir", remarque Lennart Blecher. "Nous avons également une taille suffisante pour nous permettre d'acheter des plateformes plus matures et plus solides." Mis à part son partenariat avec Temasek en Asie, EQT n'avait jusqu'ici pas investi le secteur des énergies renouvelables : Cypress Creek Renewables est seulement son troisième investissement dans ce domaine. Depuis, les choses ont changé. EQT est ainsi devenue le premier gérant au monde à se fixer des objectifs de lutte contre le changement climatique d'envergure d'ici 2030 : réduction de 50 % des émissions directes, réduction de 30 % des émissions indirectes liées aux déplacements professionnels, mise en place d'objectifs similaires

pour l'ensemble des participations en portefeuille... "EQT est une organisation axée sur les valeurs et les objectifs, et l'un de nos principaux objectifs est de préparer les entreprises à l'avenir et d'avoir un impact positif dans tout ce que nous faisons. Ainsi, tout ce que fait EQT Infrastructure ces jours-ci est fortement axé sur la durabilité", souligne Lennart Blecher, interrogé sur l'envergure des mesures.

LANCEMENT D'UNE STRATÉGIE INFRA CORE

Traditionnellement un acteur de l'infrastructure core-plus, EQT a également annoncé qu'il explorait le lancement d'une stratégie de core infra, en parallèle du développement d'EQT Future, un fonds de Private Equity à impact lancé en octobre. Ce dernier a pour objectif de produire un impact positif via des investissements de long terme dans des entreprises matures, et vise un hard cap cible de 4 milliard d'euros tout en conditionnant jusqu'à 20% de son carried interest à la réalisation de KPI d'impact au niveau du portefeuille.

"Nous prévoyons actuellement que la stratégie d'investissement à long terme dans le capital privé et la stratégie potentielle d'infrastructure de base représenteront au total environ 10 milliards d'euros d'actifs sous gestion", a précisé Christian Sinding, le CEO et Managing Partner d'EQT. ■ B.C

VAUBAN CONFORTE SON PORTEFEUILLE

nordique avec Boréal

Avec l'acquisition de l'opérateur public finlandais auprès de China Everbright, Vauban Infrastructure renforce sa présence sur le marché des nordiques et appuie ses investissements dans le secteur des mobilités locales.

Déjà présent dans les pays nordiques depuis trois ans à travers trois autres participations (Oslofjörð Värme, l'un des principaux fournisseurs de chauffage et de refroidissement urbains dans la région d'Oslo), Loiste Group, une société finlandaise de services publics multiples) et Borealis, un centre de données islandais), Vauban Infrastructure continue de se développer dans la région : le fonds d'investissement vient de signer l'acquisition de Boréal, l'un des plus grands opérateurs du marché norvégien des transports publics, auprès de son ancien actionnaire, China Everbright. "Grâce à cette transaction historique, Vauban Infrastructure Partners acquiert un leader dans son secteur et démontre sa capacité à identifier et à évaluer des actifs de grande qualité sur les nouveaux marchés et de tirer parti de notre expertise et de notre compréhension du secteur de la mobilité et de ses dynamiques", souligne Maria Munina, Partner chez Vauban Infrastructure Partners.

OBJECTIF ÉMISSIONS ZÉRO

Borealis est l'un des plus grands opérateurs sur le marché norvégien des transports publics. Il exploite des contrats à moyen et long terme accordés par les autorités de transport public dans quatre segments clés : les car-ferries, les ferries rapides, les trains légers et les bus nationaux. Le groupe s'est également étendu sur le marché



suédois et a investi lourdement dans le développement de modes de transports durables, notamment dans les ferries électriques entièrement alimentés par batterie et le développement de bus électriques dans toute la Norvège, avec une flotte active de 10 navires à émissions zéro et 55 bus à émissions zéro en construction.

L'acquisition n'est pas surprenante de la part du gérant, né de la scission des deux branches de Mirova en 2019. Le fonds dirigé par Gwenola Chambon et Mounir Corm, qui a finalisé la levée de son fonds Core Infrastructure Fund II (CIF III) pour 2,5 milliards d'euros en juillet, suit une stratégie longuement éprouvée qui met un accent fort sur

les secteurs de la mobilité, la transition énergétique, les infrastructures sociales et le numérique, tablant sur le boom des besoins en investissement sur le marché mid cap et dans les infrastructures locales. Le fonds avait ainsi déjà investi dans quatre actifs en Italie, en Espagne et en France dans le secteur de la mobilité, du numérique et des infrastructures sociales, et signé une transaction dans le secteur de la mobilité au Portugal. La clôture de la transaction est prévue pour le quatrième trimestre de 2021 ou le premier trimestre de 2022, sous réserve des conditions de clôture habituelles. ■ B.C

Les acteurs clés de l'opération

EQ Acquéreur - Vauban Infrastructure. Conseil financier : Crédit Agricole CIB ; **Conseil Juridique :** Aabø-Evensen ; **DD Financière :** Alvarez & Marsal.

Cédant - China Everbright. Conseil financier : Pareto Securities ; **Conseil Juridique :** Clifford Chance, Bahr.

BOUYGUES REPREND EQUANS À ENGIE

pour 7,1 milliards d'euros

C'est une transaction dont le dénouement était attendu depuis longtemps sur la place parisienne. Après plusieurs mois d'attente qui ont vu Bain Capital, Bouygues et Eiffage s'affronter en fin de processus, le géant du BTP a remporté les enchères en s'appuyant sur sa force financière. Et devient le numéro deux mondial des services multi-techniques.

Électricité, chauffage, ventilation, climatisation, mécanique et robotique... Regroupant une foule d'activités de services d'installation et de maintenance, le dossier Equans (anciennement Bright) et ses 12 milliards d'euros de chiffre d'affaires annuel avait attiré bien des attentions lors de l'annonce du projet de vente cet été. Mais des sept offres originellement reçues par l'énergéticien français Engie, mélangeant groupes industriels (SPIE, Eiffage et Bouygues) et fonds d'investissement (CVC Capital Partners, Bain Capital, Carlyle Group et Apollo Global Management), seule une devait sortir gagnante.

C'est finalement celle du groupe de Martin Bouygues qui a remporté le pactole : samedi 6 novembre, Engie a indiqué être entré en négociation avec le géant du BTP, de la construction, des médias et des télécoms sur la base d'une valeur d'entreprise de 6,7 milliards d'euros (7,1 milliards d'euros dette comprise, soit près de 16x l'EBITDA), faisant de l'acquisition d'Equans la plus importante de l'histoire de Bouygues.

UN DÉVELOPPEMENT ATTENDU POUR BOUYGUES

« Nous allons pouvoir ainsi créer un nouveau leader mondial des services multi-techniques avec un ancrage français », s'est félicité Martin Bouygues. « Cette activité constituera



un nouveau métier à part entière du groupe ». Il faut dire que le groupe vient de faire un bond spectaculaire dans le secteur : cette acquisition lui permet de quadrupler la taille de sa branche d'activité dans les services multi-techniques (Bouygues Energies & Services et Kraftanlagen München), qui réalisait déjà 4 milliards d'euros de chiffre d'affaires, propulsant ainsi le groupe au rang de numéro deux mondial des services multi-techniques derrière Vinci dans un secteur dont la croissance est estimée à 3 ou 4% par an par Bouygues. Le métier devient même le plus important du groupe,

représentant désormais 30% de son chiffre d'affaires total. Fort d'une trésorerie plus que solide (11,8 milliards d'euros de trésorerie disponible à fin juin 2021, pour une dette nette de 2,8 milliards d'euros), Bouygues finance l'opération majoritairement en cash, et s'est engagé à ne mettre en œuvre aucun plan de départs contraints en France et en Europe pendant une durée de cinq ans à compter de la réalisation de l'opération, et à la création nette de 10 000 emplois sur cinq ans, sachant qu'Equans emploie 74.000 personnes dont 27.000 en France. Bouygues voit également un potentiel important de synergies, estimées entre 120 et 200 M€ par an, et s'est fixé pour objectif d'atteindre, à moyen terme, une marge opérationnelle courante supérieure à 5%. « Le secteur s'inscrit à la convergence de trois transitions majeures : la transition énergétique, menant à une nécessaire décarbonation des activités, la transition numérique, avec l'explosion des données et des besoins croissants de connectivité et la transition industrielle,

Les acteurs clés de l'opération



Mathieu Schohn



Vincent Batlle



Marc Loy



Christophe Vinsonneau

Acquéreur - Bouygues. **Conseil financier** : Crédit Agricole CIB, Greenhill & Co ; **Conseil Juridique** : Darrois Villey Maillot Brochier (B. Cardi, C. Vinsonneau, B. Burman, D. Théophile, H. Savoie, M. Lebeuf, V. Agulhon) ; **Due diligences** : KPMG (M. Schohn, N. Cottis, N. Viens, C. de Lavalette, J. Talleux, F. Olivier, A. Eglinger) **Cédant** - Engie. **Conseils Juridiques** : BDGS Associés (M. Loy, T. Méli, A. Gosset-Grainville, M. Trabucchi, G. Jolly), Herbert Smith Freehills (F. Bouvet, C. Theris, N. Bowyer, Régis Oréal, Sophie Brézin, Alexandra Neri), White & Case (M. Petitier) ; **VDD** : Deloitte TS (L. Lauv, L. Clavijo, V. Batlle, C. Molinaro, P. Plouvier)

impliquant une automatisation et une intégration informatique accrues des outils de production », a précisé le directeur général du Groupe Olivier Roussat, qui voit dans l'activité un investissement bien moins cyclique que les métiers du BTP. « Ces activités sont résilientes. Elles bénéficient d'une majorité de contrats long terme aux revenus récurrents et d'un fort taux de

conversion de l'EBITDA en cash. » Côté Engie, cette cession constitue une étape majeure dans la mise en œuvre du plan stratégique présenté au mois de mai 2021, qui doit permettre au groupe d'atteindre son objectif d'équilibre financier tout en accélérant ses investissements dans ses activités cœur, notamment dans les énergies renouvelables.

La finalisation de la cession est attendue au second semestre 2022, sous réserve de l'obtention des autorisations des autorités réglementaires française, britannique, américaine, canadienne et australienne, pays où sont implantés Equans et Bouygues Energies & Services. ■ B.C

LE LOUEUR DE WAGONS ERMEWA

quitte le giron de la SNCF

Les besoins financiers de la SNCF ont parlé : l'historique groupe ferroviaire vient de conclure la vente de sa filiale spécialisée dans la location de wagons et de conteneurs-citernes pour la coquette somme de 3,2 milliards d'euros - soit plus de 12x l'Ebitda 2020.

Fin de course tricolore pour Ermewa : la filiale de la SNCF, 489 M€ de chiffres d'affaires en 2020, spécialisée dans la location de wagons de fret et leader mondial de la location de conteneurs-citernes, quitte sa maison-mère à la suite d'un long processus de vente. Lancé par la SNCF en vue d'équilibrer son bilan financier d'ici 2022 après la reprise de sa dette par l'Etat, celui-ci a vu s'opposer une foule d'acheteurs, dont le géant américain Global Infrastructure Partners, mais aussi les fonds d'infrastructure français Ardian, accompagné d'EDF, et Vauban Infrastructure Partners, en consortium le fonds de pension AustralianSuper et Swiss Life Asset Managers. Finalement, c'est un consortium composé de DWS, premier gestionnaire d'actifs allemand, et de la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ), qui a remporté la mise grâce à une offre mieux-disante : l'opération voit 100% des parts d'Ermewa rachetées pour la coquette somme de 3,2 milliards d'euros - soit plus de 12x l'Ebitda (271 millions d'euros en 2020). Les deux investisseurs ne sont pas des nouveaux



venus dans le paysage du rail français : en 2012, la CDPQ avait déjà fait l'acquisition d'une participation de 30 % au sein de Keolis, l'opérateur de transport urbain co-détenu par la SNCF (70%), mais aussi au sein de la compagnie transmanche Eurostar (30% du capital, également aux côtés de

la SNCF) en 2016 et, l'année dernière, le premier actionnaire d'Alstom dans le cadre du rachat de la division ferroviaire du canadien Bombardier. DWS, de son côté, est copropriétaire du loueur de locomotives Akiem. Il s'agit de la quatrième acquisition du fonds Pan-European Infrastructure III (PEIF III) géré par DWS.

Pour rappel, le français Ermewa dispose d'une flotte de 100 000 wagons desservant plus de 1 000 clients dans 80 pays et avec 40 bureaux internationaux. L'opérateur se spécialise dans la conception, l'optimisation et la gestion d'actifs stratégiques pour la chaîne d'approvisionnement mondiale. ■ B.C

Les acteurs clés de l'opération

Acquéreurs - CDPQ (Emmanuel Jaclot), DWS (Hamish MacKenzie). **Conseil financier** : Crédit Agricole CIB. **Conseils juridiques** : Freshfields (R. Bachour, P. Cuhe, F. Mazon, G. Senlance) ; **DD Financière** : Deloitte (T. Fischer), PWC Transaction Services (B. Cambournac) ; **DD Juridique et Fiscale** : Deloitte TAJ, PWC Société d'Avocats.

Cédant - SNCF. **Conseil financier** : Lazard ; **Conseil juridique** : Bredin Prat (P. Dziewolski, M. Pouchepadass, J. Gayral, L. Tombarello, O. Billard, S. Pariente)

Cédant - Management. **Conseil Financier** : Callisto (V. Ayme, G. Bodart), **Conseil Juridique** : JEAUSSERAND AUDOUARD (A. Dejardin).

LES ETATS-UNIS ENGAGENT 1200 MDS \$

dans la reconstruction des infrastructures du pays



Après de longs mois de négociations entre démocrates et républicains, les États-Unis ont trouvé un accord bipartisan et approuvé le massif projet de loi pour les infrastructures présenté en début d'année. Cette promesse de campagne du président Joe Biden doit permettre de relancer l'économie américaine tout en permettant au pays de rattraper le retard pris ces dernières décennies dans le développement des nouvelles infrastructures, tout en réparant et en modernisant les infrastructures vieillissantes des États-Unis.

L'attente aura été longue, et le parcours semé d'embûches. Mais après des mois de négociations, le Sénat américain a approuvé avec une forte majorité (69 contre 30), lundi 15 novembre, un projet de loi sur les infrastructures d'un montant de 1 200 milliards de dollars visant à reconstruire les routes et les ponts en mauvais état du pays et à financer de nouvelles initiatives en matière de résilience climatique et de haut débit, mettant ainsi en œuvre un élément clé du programme du président américain Joe Biden.

Cette législation est certainement substantielle : avec plus de 550 milliards de dollars supplémentaires venant

s'ajouter aux fonds normalement alloués chaque année aux autoroutes et autres projets d'infrastructure, le projet de loi touche presque toutes les facettes de l'économie américaine. Outre le financement de la réparation des routes, des ponts et d'autres d'infrastructures essentielles en vue de désengorger les villes américaines pour près de 110 milliards de dollars, le plan d'investissement américain projette ainsi des investissements colossaux dans de nombreux domaines :

➔66 milliards de dollars pour améliorer et étendre le réseau ferroviaire public d'Amtrak. Le financement comprend la mise à

niveau et l'entretien du système ferroviaire américain pour le transport de passagers et la sécurité du transport ferroviaire de marchandises - mais rien pour le train à grande vitesse.

➔73 milliards de dollars pour le financement de la modernisation des lignes et des câbles électriques, ainsi que des fonds pour prévenir le piratage du réseau électrique. Un financement pour les énergies propres est également prévu.

➔65 milliards de dollars pour le haut débit, comprenant une extension des réseaux haut débit et fibre dans les zones rurales et dans les communautés

à faible revenu. Plus de 30 millions d'Américains vivent dans des zones où il n'existe pas d'infrastructure à large bande offrant des vitesses minimalement acceptables. Environ 14 milliards de dollars du total aideraient à réduire les factures d'Internet pour les citoyens à faible revenu.

➔55 milliards de dollars pour élargir l'accès à l'eau potable, dont 15 milliards de dollars pour le remplacement des canalisations en plomb. 8 milliards de dollars iront également aux infrastructures hydrauliques pour investir dans les installations de traitement, de stockage et de réutilisation de l'eau afin de faire face à la sécheresse qui sévit actuellement dans la moitié ouest du pays. Actuellement, jusqu'à 10 millions de foyers américains et 400 000 écoles et garderies n'ont pas accès à l'eau potable.

➔Plus de 50 milliards de dollars pour améliorer la sécurité et la résilience des infrastructures américaines, tout particulièrement contre les attaques de cybersécurité et le changement climatique. Une grande partie du budget doit ainsi aider les communautés à lutter contre les inondations, les incendies de forêt, l'érosion côtière, les sécheresses et d'autres phénomènes météorologiques extrêmes. 11 autres milliards de dollars sont destinés à la sécurité des autoroutes, des piétons, des pipelines et d'autres secteurs, la sécurité des autoroutes en recevant la majeure partie. Rien que l'année dernière, les États-Unis ont été confrontés à 22 événements météorologiques extrêmes et catastrophes liées au climat dont les pertes ont dépassé un milliard de dollars chacune, selon la Maison-Blanche, pour un coût cumulé de près de 100 milliards de dollars.

➔39 milliards de dollars pour moderniser les systèmes de transport en commun dans tout le pays. L'allocation comprend également des fonds pour

créer de nouvelles lignes d'autobus et rendre les transports en commun plus accessibles aux personnes âgées et aux personnes handicapées.

➔25 milliards de dollars pour financer des améliorations et des agrandissements majeurs dans les aéroports américains. Les tours et les systèmes de contrôle du trafic aérien recevraient 5 milliards de dollars du total pour des mises à niveau.

➔21 milliards de dollars visant à nettoyer des friches industrielles, remettre en état des terrains miniers abandonnés et recouvrir des puits de pétrole et de gaz orphelins pour protéger l'environnement.

➔17 milliards de dollars pour les ports. La moitié des fonds de cette catégorie irait au Corps des ingénieurs de l'armée des États-Unis pour l'infrastructure portuaire. D'autres fonds seraient destinés à la Garde côtière, aux gares maritimes et à la réduction des émissions des camions dans les ports.

➔7,5 milliards de dollars pour construire beaucoup plus de stations de recharge pour véhicules électriques à travers le pays. 7,5 milliards de dollars serviront également au remplacement de la flotte de bus dans les communautés à faible revenu et rurales par des bus à émission zéro. Cet investissement soutiendra l'objectif des démocrates de construire un réseau national de 500 000 stations de recharge pour accélérer l'adoption des véhicules électriques, réduire les émissions, améliorer la qualité de l'air et créer des emplois dans tout le pays.

VICTOIRE EN DEMI-TEINTE POUR LES DÉMOCRATES

Si la ratification du texte est une victoire de poids pour Joe Biden les démocrates, celle-ci ne s'est pas faite sans un dur compromis : afin

de sécuriser l'appui de plusieurs sénateurs républicains et des centristes démocrates, le plan - initialement de 2 300 milliards de dollars - a été largement réduit, notamment sur le remplacement des canalisations en plomb, les transports en commun et les projets d'énergie propre.

Le président américain a également coupé de moitié son large programme de refonte du système de protection sociale et de lutte contre le réchauffement climatique, baptisé Build Back Better Act. Originellement de 3500 milliards de dollars, ce plan, qui prévoit notamment l'accès à l'école maternelle pour tous les enfants, une profonde amélioration de la couverture maladie, et des investissements significatifs pour réduire les émissions de gaz à effet de serre, a été réduit à 1750 milliards de dollars et n'a pas été adopté par la Chambre des représentants, l'aspect financier divisant le camp démocrate. Mais la victoire est là pour le secteur des infrastructures américain : avec huit années de dépenses prévues et financées, celui-ci va désormais être au premier plan des préoccupations des fonctionnaires fédéraux et locaux, tout comme des financiers et des investisseurs institutionnels. Le plan d'infrastructures Biden pourrait créer 21 millions d'emplois d'ici 2030, notamment dans le transport des biens et des personnes, ainsi que dans la construction et l'extraction. Mais de telles performances ne seront obtenues que si le programme est soutenu et suivi par les acteurs privés. Il appartient désormais à l'industrie de tirer le meilleur parti de cette première étape clé pour s'assurer que le capital privé puisse jouer son rôle dans la grande transformation des infrastructures américaines. ■ B.C

INFRASTRUCTURE



INFRASTRUCTURE :

un marché de plus en plus concurrentiel

Qu'il s'agisse de s'emparer des meilleurs actifs lors de processus aux valorisations exponentielles sur les marchés matures ou de convaincre les investisseurs institutionnels du bien-fondé de sa stratégie, la compétition est de plus en plus forte dans le monde de l'infrastructure. Dans son rapport trimestriel sur le marché des infrastructures, Preqin remarque ainsi que la performance du marché et sa résilience lors de la crise ont attiré l'œil des investisseurs comme des gérants d'autres classes d'actifs, et de nombreuses équipes se lancent sur ce marché, dont les promesses sont nombreuses du fait des grands plans de transition énergétique en Europe et en Amérique du Nord.

Au risque de devenir une rengaine, la performance de l'Infrastructure a été particulièrement admirable ces dernières années : selon les derniers chiffres publiés par Preqin, la classe d'actifs affichait un TRI annuel moyen de 13,4% sur la période de mars 2020 à mars 2021 - pour mémoire, les fonds des millésimes 2008-2017 ont délivré un TRI net médian de 9,2 %. Plus que remarquable dans le contexte de l'année passée et étant donné le profil de risque plus faible de l'infrastructure, ces résultats sont un signe fort de son inexorable montée en puissance chez les investisseurs, qui envisagent désormais de plus en plus une modification de leurs allocations en sa faveur.

Les défis contemporains y sont aussi pour beaucoup. Alors même que les investissements en vue de lutter ou de se préparer au changement climatique demandent un soutien financier de plus en plus considérable, la hausse de l'inflation qui touche les grandes économies de la planète pourrait bien pousser les investisseurs à se tourner vers les infrastructures, dont les rendements profitent grandement de la récente augmentation des prix de l'énergie - et ce d'autant que celle-ci devrait se poursuivre tout au long de l'hiver en Europe et en Amérique du Nord. Alors que les gouvernements cherchent à investir à plus long terme

dans la productivité et la production d'énergie plus propre verront l'infrastructure continuer à s'élever dans l'agenda. Tout particulièrement, l'avancement du projet de loi américain sur les infrastructures continue d'attirer l'attention des investisseurs, la perspective d'une vague d'investissements favorisant les opportunités.

RETOUR EN FORCE POUR LES LEVÉES DE FONDS

Ce contexte particulièrement profitable - doublé d'un besoin critique pour nos sociétés - n'a pas échappé aux gérants spécialisés dans la classe d'actifs ou ayant décidé de s'y lancer. Les données agrégées par Preqin dans son dernier rapport montrent que le capital total visé par les fonds en cours de levées sur le marché au troisième trimestre 2021 est en hausse de 15 % par rapport

au début de l'année, avec un nombre record de 337 fonds cherchant à lever 235 milliards de dollars de capital.

Les levées de fonds ont ainsi retrouvée un rythme pré-pandémie au cours du second trimestre : depuis le début de l'année 2021, 80 milliards de dollars de capitaux ont été levés, soit seulement 1 milliard de dollars de moins que l'année dernière à la même époque et 8 milliards de dollars de plus qu'au quatrième trimestre 2019. Si l'on examine l'activité plus récente du marché au troisième trimestre 2021, on constate que la quasi-totalité des capitaux levés se concentre sur l'Amérique du Nord et l'Europe (respectivement 54 % et 45 %). Le plus grand fonds nord-américain, Infrastructure Partners V de Macquarie, a clôturé à 6,9 milliards de dollars avec une forte concentration sur l'énergie. Côté européen, le fonds CIF III de Vauban Infrastructure

Levée de fonds trimestrielle mondiale pour les infrastructures non cotées

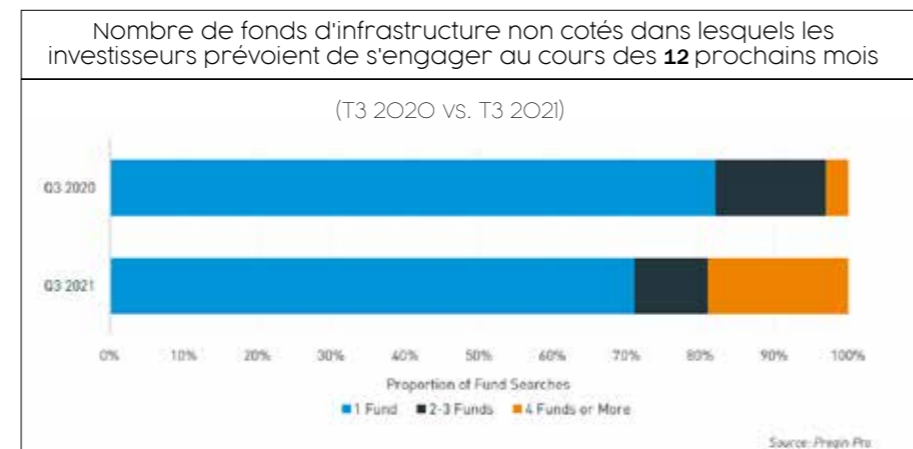
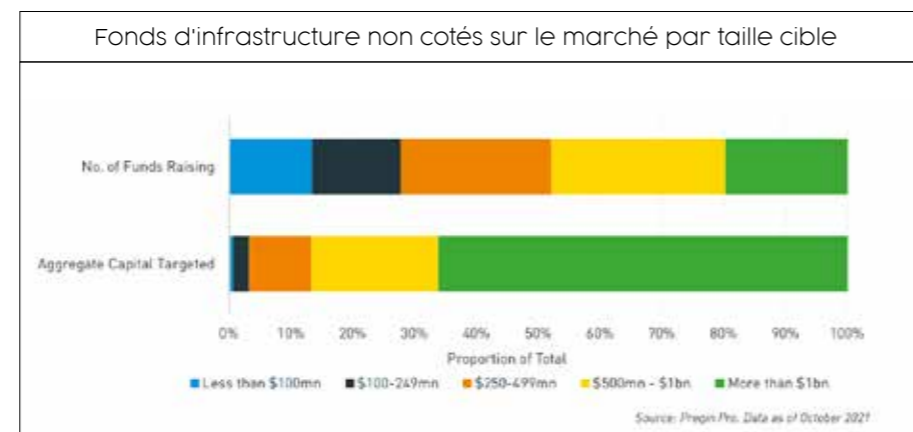


Partners Core Infrastructure Fund III à 2,5 milliards d'euros pour le 1er semestre, avec un éventail légèrement plus large d'actifs ciblés, y compris les infrastructures sociales, les télécommunications et les routes. Depuis, EQT est venu ravir la palme avec le closing final, début novembre, de son cinquième fonds Infrastructure à hauteur de 15,7 milliards d'euros (voir notre article page 10).

Cela n'empêche en rien le marché de continuer à fleurir : entre janvier et octobre 2021, le nombre de fonds en cours de levée a connu une augmentation impressionnante de 28 %, tandis que le total des capitaux visés a connu une croissance plus modérée de 15 %, avec 235 milliards de dollars de capitaux en ligne de mire. Ce signe rassurant de la croissance continue de la classe d'actifs est une preuve supplémentaire de la concurrence croissante dans la collecte de fonds, avec une baisse de 11% du capital moyen ciblé par fonds, de 779 millions de dollars au premier trimestre à 697 millions de dollars au troisième trimestre. A noter d'ailleurs que 2021 semble être l'année de closing de fonds s'étant lancés en 2019 : 34 % des fonds clôturés en 2021 ont été actifs pendant 25 à 30 mois, soit plus du double de la moyenne de l'ensemble des fonds clos en 2021. A contrario, la part des fonds clos par des fonds lancés moins de 12 mois auparavant a diminué de 48 % en 2016 à 5 % en 2021.

PENTE ASCENDANTE POUR LES PETITS GPS ET FONDS DE DETTE

Une partie de cette diminution s'explique par l'augmentation de la taille des fonds, les méga-fonds devant encaisser des tickets plus nombreux et plus importants pour atteindre les objectifs. Cependant, la grande majorité des fonds clôturent toujours sous 1 milliard de dollars, étant donné que la taille moyenne à long terme des fonds d'infrastructure est de 820



millions de dollars entre 2018 et 2020. D'ailleurs, le deuxième trimestre 2020 a vu le quatrième plus grand nombre de fonds clos à ce jour, ce qui a donné lieu à l'une des tailles moyennes de fonds trimestrielles les plus faibles (412 millions de dollars).

Le signe que cette diversification des allocations des LPs pourrait bien faire le succès des petits fonds, jusqu'ici écrasés par la concentration des fonds par les grands acteurs de la classe

d'actifs - aujourd'hui encore, 66% du capital ciblé l'est par seulement 20% des fonds. Après 18 mois de turbulences sur les marchés, les investisseurs se trouvent dans une position particulière, et cherchent désormais à réinitialiser leurs stratégies d'allocation. Les données les plus récentes de Preqin montrent que la proportion d'investisseurs ayant l'intention de s'engager dans quatre fonds ou plus au cours des 12

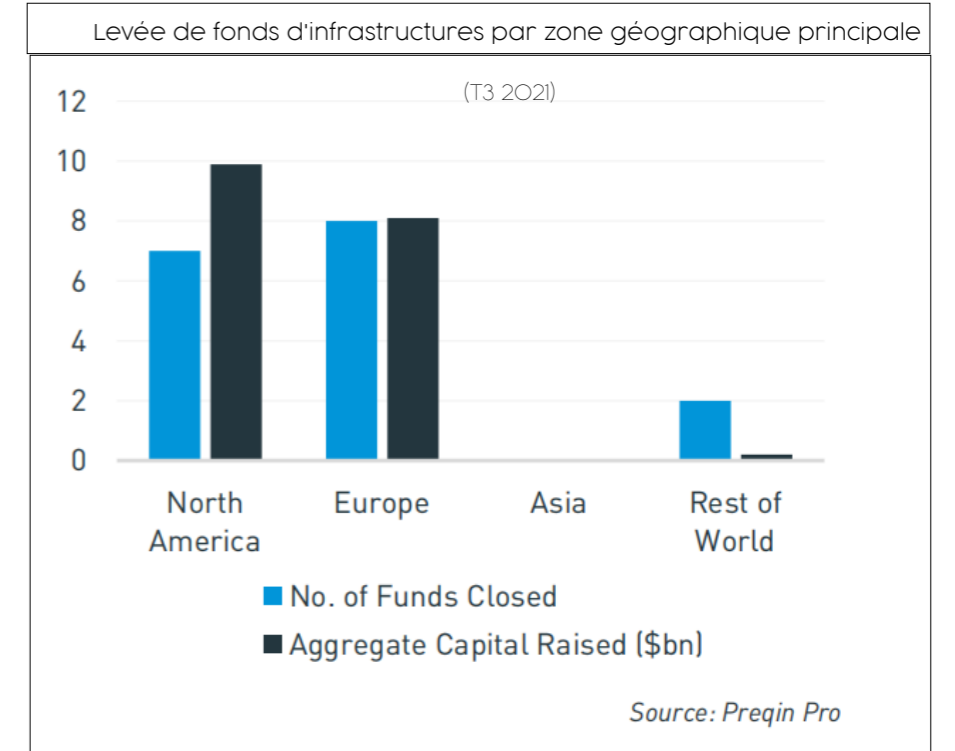
prochains mois a été multipliée par cinq, 19% prévoyant de s'engager dans quatre fonds d'infrastructure ou plus, contre seulement 3% il y a un an. Fait notable, ce changement de stratégie se trouve tout particulièrement chez les LPs qui tablaient jusqu'ici sur un seul fonds d'infrastructure pour leurs allocations.

Les derniers résultats sur les plans d'engagement de capitaux confirment ce changement de stratégie. La proportion d'investisseurs ayant l'intention d'engager entre 100 et 499 millions de dollars de capitaux frais a fortement augmenté - peu d'investisseurs étant prêts à essayer de nouveaux gestionnaires avec des engagements supérieurs à ce palier.

Alors que les investisseurs se familiarisent avec les principales stratégies d'actions core et core-plus dans le domaine de l'infrastructure, certains cherchent à explorer le haut et le bas du spectre de risque : les stratégies de dette et de mezzanine ont également connu une augmentation marquée avec une augmentation de plus de 50 % depuis le troisième trimestre 2020, portant les actifs sous gestion de la stratégie I moins risquée du secteur plus de 80 milliards de dollars rien qu'en Amérique du Nord et en Europe.

LE MARCHÉ S'ÉLOIGNE DES PAYS MATURES

Si les opportunités existent toujours sur les marchés matures, à l'image de l'Europe, un mouvement de foule se dessine clairement en direction des pays dont les infrastructures sont moins développées - mais toujours, cependant, dans les mêmes géographies. L'Amérique du Nord, notamment, suscite davantage l'intérêt des investisseurs, 57 % d'entre eux visant la région au cours des 12 prochains mois, soit plus d'un tiers de plus qu'au troisième trimestre 2020, portée par l'attentisme qui entoure le projet de loi sur les



infrastructures de l'administration Biden. Mais les investisseurs ciblent également les marchés émergents : la proportion d'investisseurs ciblant ces marchés atteint désormais 25 % - soit plus du double comparé à il y a un an. Ce changement d'échelle se ressent d'ailleurs dans les stratégies défendues par les gérants. Le marché intermédiaire (250 à 999 millions de dollars) représente une part croissante du marché (31 %, + 5 points sur 12 mois), le sentiment sur le marché suggérant que les rendements élevés sont à trouver loin des actifs de grande valeur. Cette double augmentation s'explique par la combinaison d'une accumulation de dry powder chez les gérants, mais aussi du fait d'une recherche de meilleurs rendements de la part des gestionnaires alors que les prix s'envolent sur les marchés les plus matures. Ainsi, la valeur totale des transactions a fortement rebondi : au deuxième trimestre 2021, elle s'établissait à 113 milliards de dollars soit deux fois plus qu'au deuxième trimestre 2020 lorsque la pandémie a commencé à sévir sur les marchés européens et nord-américains.

Malgré cette hausse des valeurs, le nombre de transactions a diminué, ce

qui suggère que ce sont les actifs de premier plan qui ont changé de main depuis le début de l'année, une suite logique à une période où les vendeurs potentiels étaient réticents à se retirer avant que les prix ne s'améliorent. A prendre, selon nous, comme le signe d'une reprise bien engagée et d'un sentiment de marché qui s'améliore fortement.

Le secteur des télécommunications notamment a continué à montrer sa valeur : en nombre, les actifs de télécommunications n'ont peut-être représenté que 8 % des transactions suivies en 2020, mais ils ont pris une part de 26 % de la valeur des transactions. A contrario, le secteur de l'énergie conventionnelle a souffert de l'attention accrue portée à l'ESG, les propriétaires d'actifs étant plus enclins à voir les actifs à forte intensité de carbone à travers les opérations vers l'obsolescence. Cette situation contraste avec le secteur des énergies renouvelables, qui a connu 1 359 transactions en 2020, bien que la valeur des transactions pour ces actifs ne représente qu'une fraction de celle des autres secteurs. ■ B.C

INFRASTRUCTURE : REGARD DE LPS

■ 4 questions à **VIVIAN NICOLI**, vice-présidente, Infrastructures pour l'Europe, CDPQ.



MDA : À l'approche de la fin d'année, quel regard portez-vous sur l'activité du marché Infrastructure en 2021 ?

Vivian Nicoli : L'activité a été très intense sur le marché en 2021 : il y a eu la vente d'Equans, Ardian réalisant la plus grosse levée de fonds sur le marché secondaire, mais aussi des montants records atteints pour la taille des fonds dédiés aux énergies renouvelables avec des véhicules comme Copenhagen Infra IV (7 milliards d'euros), Blackrock Global Renewable Power III (4,8 milliards de dollars) et Macquarie GIG Renewable Energy Fund 2 (1,6 milliard d'euros). Nous avons nous-mêmes à la CDPQ contribué à cette dynamique avec notamment deux transactions phares en Europe en 2021 : l'acquisition de 100 % du leader du fret ferroviaire

Groupe Ermewa par un consortium CDPQ-DWS, et de 30 % du géant des tours de télécommunications ATC Europe, une transaction de 1,6 milliard d'euros.

Nous notons cependant que la tendance à la hausse des prix, et donc à la contraction des rendements, perdure en 2021 — en particulier pour les classes d'actifs les plus résilientes.

MDA : La CDPQ s'est donnée pour objectif de doubler son portefeuille Infrastructures à environ 60 milliards de dollars canadiens d'ici quatre ans, en passant notamment par l'augmentation de la taille des tickets investis. Comment gérez-vous la hausse des valorisations sur les actifs de qualité ?

Vivian Nicoli : La CDPQ dispose de l'envergure et du savoir-faire

pour atteindre cet objectif, en se reposant notamment sur sa capacité à repérer en amont des opportunités de transactions bilatérales. Il s'agit de trouver un rendement et une valeur à long terme, d'avoir un portefeuille diversifié, tant au niveau du type d'actif que du risque.

À titre d'investisseur de long terme, notre groupe mondial d'investissement s'appuie donc sur des leviers de création de valeur du même horizon : optimisation des structures de capital, amélioration des performances opérationnelles et environnementales, accompagnement des entreprises dans leur croissance organique et externe, gestion active post-investissement, etc.

MDA : Où se trouvent aujourd'hui les meilleures opportunités? La hausse de la concurrence sur le

Biographie



Vivian Nicoli

→ **Vivian Nicoli** est vice-présidente, Infrastructures pour l'Europe depuis septembre 2020. Elle dirige le bureau de la CDPQ à Paris et a pour mandat d'appuyer le développement et la mise en œuvre de la stratégie d'investissement en infrastructures dans la région. Elle encadre une équipe d'experts-conseils chargée de cibler des occasions porteuses pour la CDPQ. Le portefeuille sous sa gestion comprend des actifs diversifiés dans les domaines des aéroports, des transports ferroviaire et collectif, de la distribution de gaz et des énergies renouvelables, et inclut l'Eurostar et l'aéroport d'Heathrow.

Mme Nicoli cumule plus de 25 ans d'expérience internationale en infrastructures. Avant de se joindre à la CDPQ, elle a occupé pendant dix ans le poste de partenaire-fondatrice chez EISER Infrastructure Partners, un gestionnaire mondial d'actifs en infrastructures. Elle y dirigeait l'équipe responsable des activités d'origination, d'exécution et de gestion des placements. Auparavant, elle a travaillé pendant huit ans à la Banque européenne pour la reconstruction et le développement à titre de banquière principale au sein de l'équipe des infrastructures municipales et environnementales. Elle a également été avocate générale pour Egis (anciennement Transroute International). Mme Nicoli détient un diplôme de Juris Doctor de l'University of British Columbia, au Canada. Elle a siégé aux conseils d'administration des sociétés HerAmbiente, Cory Environmental, Fondul Proprietatea, Sofiyska Voda et AS Tallinna Veski.

marché entraîne aussi de nombreux acteurs vers de nouvelles géographies, qu'il s'agisse de marchés matures en transformation, comme les États-Unis, ou de marchés plus émergents tels que l'Europe de l'Est, l'Asie-Pacifique ou l'Afrique...

Vivian Nicoli : Les marchés émergents représentent une opportunité d'investissement considérable. Par exemple, ces marchés ne bénéficient pas toujours des investissements nécessaires afin de financer la transition énergétique, et le capital privé pourrait contribuer à y remédier. Nous avons donc pour ambition de renforcer notre position dans certains de ces marchés, en Asie-Pacifique notamment, où les besoins en infrastructure et en capital patient sont grands.

Par ailleurs, les marchés matures restent très attractifs. Le profil de risque est favorable et les opportunités ne manquent pas. De plus, les dernières évolutions du secteur telles que la numérisation des infrastructures, la mobilité durable ou le déploiement de technologies télécoms performantes sont tout autant d'axes d'innovations que d'opportunités intéressantes pour les investisseurs.

MDA : La filière hydrogène et le développement d'une mobilité

électrique attirent beaucoup d'attention depuis quelques mois. Quel rôle le capital privé peut-il prendre dans leur développement? La croissance attendue de ces nouvelles technologies change-t-elle votre approche du secteur des transports ?

Vivian Nicoli : La CDPQ a une longue histoire dans le secteur de la mobilité durable, par l'entremise de ses investissements dans Eurostar, Keolis, Alstom, etc. Par exemple, Keolis opère déjà certaines flottes 100 % électriques (bus en Suède notamment) et met actuellement à l'essai dans plusieurs villes de France (Le Mans, Châteauroux, etc.) des bus alimentés par de l'hydrogène vert.

Le développement récent de l'hydrogène bleu et vert est non seulement un changement important pour la mobilité légère, mais aussi pour les secteurs plus difficiles à décarboner tels que la mobilité lourde (cargos, camions, etc.), l'industrie lourde ou l'industrie chimique, ce qui pourrait donc offrir des opportunités d'investissement. Nous considérons que l'hydrogène pourrait être une technologie utile pour décarboner encore plus le secteur ferroviaire, à la fois pour le transport de passagers et pour le transport de marchandises.

Nous devons aller plus vite pour relever le défi climatique, c'est pourquoi nous avons renouvelé notre ambition en septembre 2021 et visons désormais à détenir 54 milliards de dollars canadiens d'actifs verts d'ici 2025 - 3 fois ce que nous avons en 2017 - pour contribuer activement à une économie plus durable. Nous investissons notamment pour augmenter l'offre d'énergie propre, ainsi que le transport et l'immobilier durables dans le monde entier et sommes l'un des plus grands investisseurs institutionnels dans les énergies renouvelables avec 36 milliards de dollars canadiens d'actifs verts en 2020. ■ B.C

LA FRANCE

face à son avenir énergétique

Deux ans après sa commande par le gouvernement français, l'étude prospective sur l'avenir énergétique de la France a été publiée par RTE. Intitulée Futurs énergétiques 2050, elle retient six scénarios de transition énergétique permettant d'atteindre la neutralité carbone d'ici trente ans. En son cœur : la question du nucléaire - et celle de la consommation électrique.

Alors que la question énergétique est revenue à vitesse grand V dans le débat politique à la suite des crises politico-énergétiques qui s'enchaînent depuis quelques mois, la simultanéité de la publication de l'étude de RTE, Futurs énergétiques 2050, paraît presque suspecte. Le texte rendu par le gestionnaire du réseau de transport d'électricité en France revêt de fait une importance cruciale : comment la France peut-elle tenir ses objectifs de neutralité carbone d'ici à 2050, tout en assurant la résilience de son approvisionnement énergétique pour les décennies à venir ?

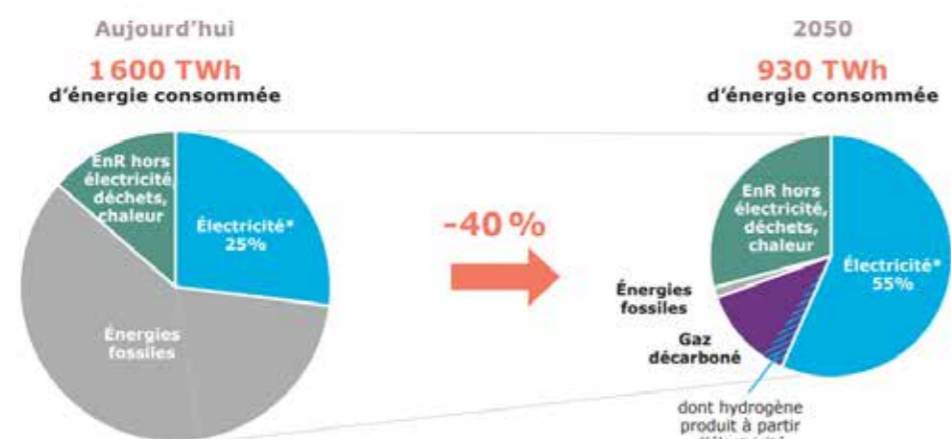
Fruit d'un travail de deux ans et demi en concertation avec une centaine d'organismes et d'associations, dont

acteurs clés tels que le Commissariat à l'énergie atomique (CEA), l'Agence de la Transition écologique (Ademe), Enedis, l'Agence nationale pour la gestion des déchets radioactifs (Andra) ou encore Météo France et l'Agence internationale de l'énergie, l'étude implique une transformation profonde de l'économie et des bouleversements dans le secteur des transports, de l'industrie et du bâtiment aujourd'hui encore très dépendants du pétrole, du gaz d'origine fossile, et parfois même encore du charbon. Pour RTE, le verdict est sans appel : "la transformation nécessaire pour sortir des énergies fossiles doit être menée à bien en seulement trois décennies et accélérer de manière substantielle d'ici 2030."

"DIÈTE" ÉNERGÉTIQUE

Pour y parvenir, différentes options sont sur la table. Mais avant toute considération sur les sources d'énergie et les technologies à privilégier, tous les scénarios envisageant une neutralité carbone en 2050 partent du principe que la France arrivera à réduire sa consommation finale d'énergie de 40 %, de 1600 TWh/an actuellement à 930 TWh/an : les combustibles fossiles représentent aujourd'hui une consommation finale de plus de 930 TWh par an, contre 430 TWh pour l'électricité. Le fait est que le rapport de RTE s'appuie sur la Stratégie nationale bas carbone (SNBC), définie tous les 5 ans, et dont la dernière date de 2020. Celle-ci repose en premier

Consommation d'énergie finale en France (objectifs de la Stratégie nationale bas-carbone)



Source : RTE

lieu sur l'efficacité énergétique, puis sur une électrification décarbonée de l'ensemble du pays, visant à exclure les importations de gaz verts ou de combustibles décarbonés d'ici 2050 et compenser la fin des énergies fossiles. Ce qui impose une électrification des usages, soit augmenter la part de l'énergie consommée en électricité de 25 % à 55 %. Dès lors, le gestionnaire a présenté trois grands scénarios d'évolution de la consommation d'énergie en France sur les 30 prochaines années.

Le premier scénario, dit "de référence", soutient une électrification progressive et ambition forte sur l'efficacité énergétique entièrement basée sur la SNBC, dans l'hypothèse d'une croissance économique (+1,3% à partir de 2030) et démographique (+4 millions d'habitants) stable qui entraînerait mécaniquement une hausse de la demande. La consommation d'électricité bondirait ainsi de 475 à 645 TWh/an (+35%) d'ici 2050 : l'électrification des usages en particulier demanderait un surplus de 324 TWh, pas entièrement compensé par l'amélioration de l'efficacité énergétique (-200 TWh). Deux autres trajectoires alternatives sont envisagées par RTE, et s'appuient sur un changement de mode de vie majeur au sein de la population française. La première, dit "scénario de sobriété" voit les Français réduire considérablement leur consommation d'électricité à 555 TWh/an d'ici à 2050 grâce au développement des habitats à espaces partagés, le recours accru à la sobriété numérique, des changements alimentaires et le développement des mobilités douces, des circuits courts et de l'économie circulaire. Contrepied du second, le troisième scénario envisage une réindustrialisation profonde de la France qui engendrerait une hausse de la consommation électrique à 752 TWh/an. Le scénario suppose un investissement dans les secteurs stratégiques et technologiques de pointe, ainsi que la prise en compte

de relocalisations de productions fortement émettrices à l'étranger dans l'optique de réduire l'empreinte carbone de la consommation française, entraînant une hausse de la part de l'industrie manufacturière portée à 12 ou 13 % dans le PIB (contre 10 % dans le premier scénario).

SIX SCÉNARIOS POUR UNE TRANSITION RÉUSSIE

En se basant sur le scénario d'évolution de la consommation de référence, RTE a pris la décision de présenter six scénarios différents pour tenir les objectifs de l'Accord de Paris. Si tous présentent des points communs (baisse de la consommation d'énergie, augmentation de la part de l'électricité, investissement dans les énergies renouvelables) ils ont également des différences importantes en ce qui concerne le rythme d'évolution de la consommation et sa répartition par usage et, tout particulièrement, l'avenir du nucléaire. Historiquement, celui-ci a été un atout pour la France, dont la production annuelle d'électricité décarbonée avoisine déjà 500 TWh. Mais si le nucléaire représente bien 70% de l'électricité produite en France aujourd'hui, il représente moins de 20% de l'énergie finale utilisée par ses habitants. Le secteur fait également face au défi colossal du vieillissement du parc nucléaire français, et ce d'autant que les arrêts définitifs seront très rapprochés en raison de la rapidité exceptionnelle avec laquelle l'Hexagone a bâti son parc dans les années 1980. Deux catégories de scénarios émergent donc : les scénarios « M », sans nouveau nucléaire et avec 100 % d'énergies renouvelables, et les scénarios « N » avec un nouveau nucléaire (8 à 14 EPR2) comptant pour 26 à 50 % du mix électrique en 2050.

► Le scénario M0 envisage une sortie du nucléaire en 2050 : le déclassement des réacteurs nucléaires existants est

accéléralé (4 des 56 réacteurs nucléaires existants sont fermés d'ici 2030 et 22 d'ici 2040), tandis que les rythmes de développement du photovoltaïque, de l'éolien et des énergies marines sont poussés à leur maximum. Il implique de passer de 10 GW à plus de 200 GW sur le solaire, de développer un parc éolien terrestre de près de 75 GW et un parc éolien en mer de plus de 60 GW

► Le scénario M1 est caractérisé par un développement très important des énergies renouvelables réparties de manière diffuse sur le territoire national et en grande partie porté par la filière photovoltaïque et porté par des acteurs locaux participatifs ou par des collectivités locales. En particulier, le scénario M1 implique un fort développement des panneaux sur petites et grandes toitures et de l'autoproduction chez les particuliers, les commerces et les petites entreprises. Ces installations doivent le plus souvent être associées à des solutions de flexibilités telles que le stockage ou les flexibilités de la demande.

► Le scénario M23 compte sur un développement très important de toutes les filières renouvelables, porté notamment par l'installation de grands parcs éoliens sur terre et en mer, afin de dégager des effets d'échelle et de mutualisation. Sa logique répond ainsi à une volonté de minimiser les coûts de transition dans un scénario 100% renouvelable, tout en intégrant des contraintes d'acceptabilité conduisant à répartir l'effort sur les différentes filières.

► Le scénario N1 table sur le lancement d'un programme de construction de nouveaux réacteurs nucléaires visant la mise en service de huit réacteurs d'ici 2050, accompagné du développement des énergies renouvelables à un rythme soutenu. Le développement du nouveau nucléaire considéré serait engagé dès maintenant afin de permettre une première mise

Comparaison chiffrée des six scénarios							
		M0 : 100 % EnR	M1 : EnR répartition diffuse	M23 : EnR grands parcs	N1 : EnR accéléré et nouveau nucléaire	N2 : EnR et nouveau nucléaire accéléré	N03 : EnR et nucléaire à 50 GW
Capacité de génération d'électricité à installer d'ici 2050 (TWh par an)*	Solaire	189,9	189,9	99,6	99,6	67,35	41,55
	Eolien terrestre	102,55	76,75	102,55	76,75	70,3	50,95
	Eolien en mer	195,25	143,65	201,7	150,1	124,3	72,7
	Nucléaire historique	-206,8	-122,95	-122,95	-116,5	-116,5	-58,45
	Nouveau Nucléaire	0	0	0	77,4	141,9	174,15
Capacités du parc de batteries (en GW)		26	21	13	9	2	1
Capacités nouvelles centrales thermiques decarbonées (en GW)		29	20	20	11	5	0
Coûts complets annualisés à l'horizon 2060 (en Mds € / an)		77	80	71	66	61	59
Artificialisation des sols (en hectares/an)		480 à 725	350 à 605	325 à 585	260 à 510	175 à 405	150 à 325

Source : Le Magazine des Affaires (*calculé en comparant les capacités installées en 2050 envisagées par le rapport RTE et les données du parc installé existant au 1er octobre 2021.)

en service de nouveaux réacteurs au plus tard à l'horizon 2035, puis à un rythme de deux EPR2 tous les cinq ans, pour un mix électrique constitué d'environ 26% de production nucléaire et 74% de production ENR.

➔ **Le scénario N2** est élaboré autour du lancement d'un programme plus important de construction de nouveaux réacteurs nucléaires de type EPR2, selon un rythme correspondant à la capacité maximale de la filière, Ce développement de nouveaux EPR s'accompagne d'un développement des énergies renouvelables à un rythme toujours soutenu mais moindre, pour atteindre un mix composé de 36% de production nucléaire et 64% de production issue des énergies renouvelables.

➔ **Le scénario N03** est le plus porté sur le nucléaire : tout doit être fait pour atteindre 50 GW de nucléaire en 2050, soit environ 50% de la production d'électricité, le reste allant aux différentes filières des

énergies renouvelables. Il repose alors sur la prolongation de la durée de vie du parc existant - au-delà de 60 ans pour quelques-uns - doublée d'une construction rapide d'EPR2 et le développement de petits réacteurs modulaires (SMR). Dans un scénario «sobriété», le volume de moyens de production à installer est significativement réduit. Dans le scénario décrit par RTE, une réduction de -90 TWh est obtenue en mobilisant de nombreux gisements possibles, soit près de 15% de la consommation d'électricité annuelle évitée à l'horizon 2050. A contrario, le scénario de réindustrialisation profonde de l'économie française demanderait un effort supplémentaire sur le développement ou le maintien des capacités de production d'électricité bas-carbone.

AVANTAGE AU NUCLÉAIRE ?

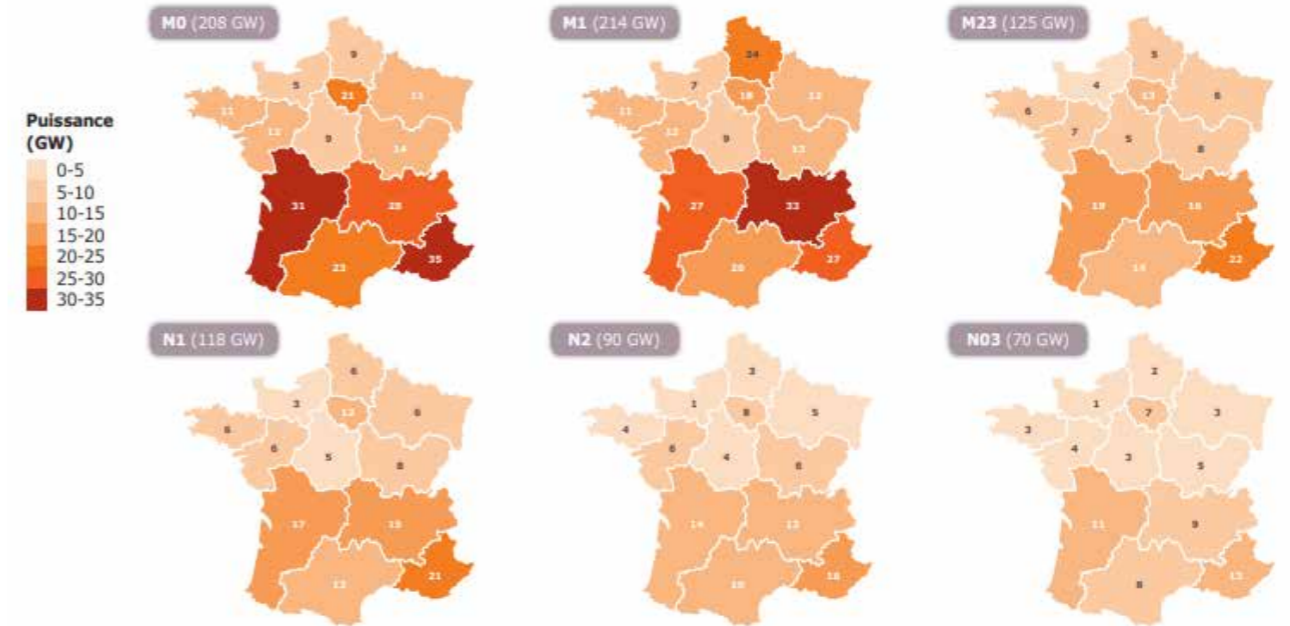
Certes, l'option du sans nucléaire est là : le rapport n'exclut pas d'emprunter

une telle voie. Il précise cependant qu'un tel choix supposerait un progrès technologique fort et un déploiement optimal des énergies renouvelables, tout en engendrant des coûts supplémentaires, tant au niveau financier qu'au niveau environnemental. Le scénario M0 « 100 % renouvelable » est en effet décrit par RTE comme le plus émetteur en gaz à effet de serre sur l'ensemble du cycle de vie du système énergétique. De même, le gestionnaire souligne bien le scénario visant 50 % d'électricité nucléaire est aussi un pari, puisqu'il suppose de développer l'installation de petits réacteurs, une technologie dont la faisabilité est encore à démontrer.

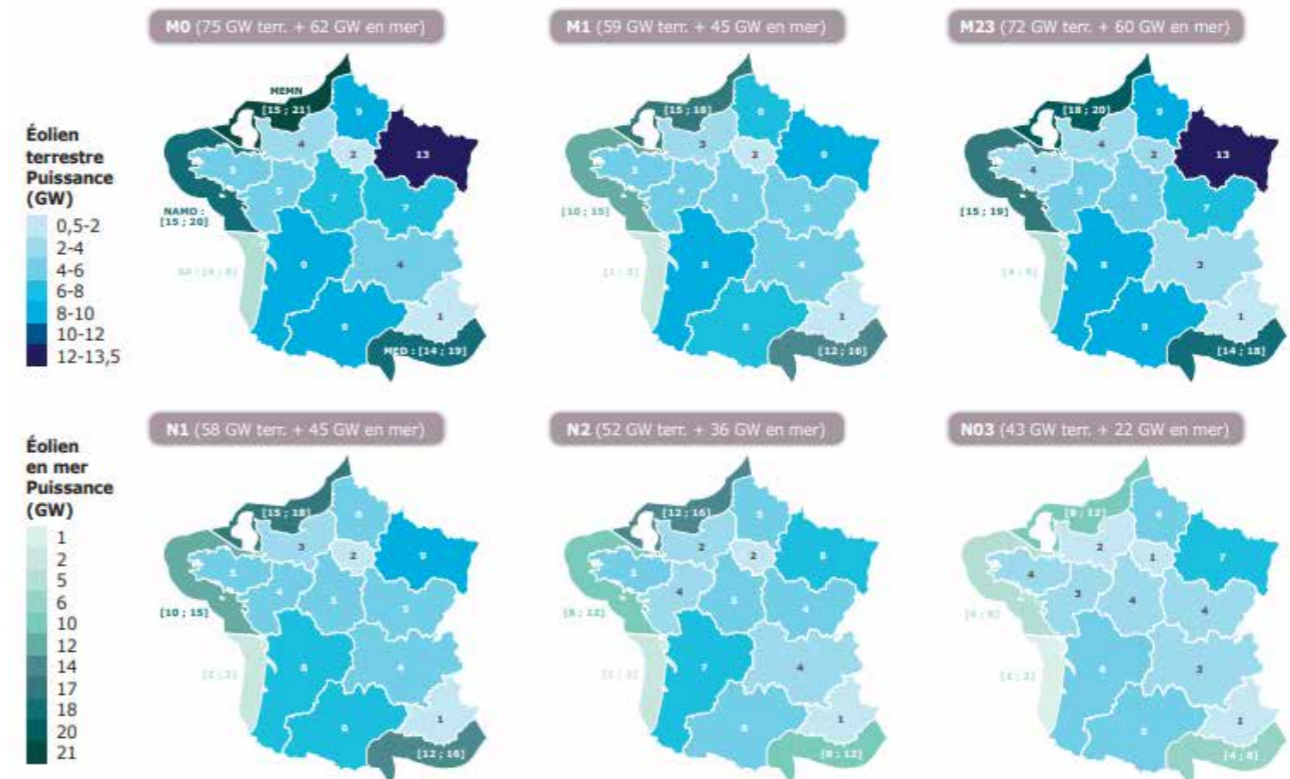
Dans tous les cas, les investissements à réaliser devraient offrir une part croissante aux énergies renouvelables tout en réduisant la part du nucléaire - dans des proportions variables selon qu'elle résulte d'une volonté politique ou de contraintes industrielles. ■ B.C

Synthèse des hypothèses de localisation des parcs de production

Capacités solaires installées par région



Capacités éoliennes installées par région



Source : RTE

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 fine 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 ou 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. ■

LA TRANSITION ENERGETIQUE

En 2021

ETAT DES LIEUX

- En 2015, 196 pays ont signé l'accord de Paris sur le climat. L'objectif est de maintenir l'augmentation de la température mondiale à un niveau inférieur à 2% par rapport à l'ère préindustrielle.
- En 2020, on comptait vingt-cinq pays dans le monde où s'appliquait une taxe carbone (essentiellement des pays européens, mais aussi l'Afrique du Sud, le Canada ou encore le Mexique).
- Lors de la COP 25 en Décembre 2019, 79 pays sont allés plus loin en formant une alliance pour l'ambition climatique s'engageant à atteindre la neutralité carbone en 2050.
- La COP26, a défaut de trouver un accord sur la fin des énergies fossiles, a vu naître de nombreux accords parallèles.
- Une forte augmentation du prix des énergies à forte intensité carbone par rapport aux énergies « bas carbone » fournirait une incitation à l'abandon progressif des premières en faveur des secondes
- Les années 2015 à 2020 ont été les plus chaudes depuis 1880
- La part des énergies renouvelables dans la génération d'électricité au niveau mondial est passée de 19,8% en 2010 à 26,9% en 2019
- L'énergie est responsable d'environ deux tiers des émissions de gaz à effet de serre (GES) au niveau mondial.

L'ÉNORME DÉFI

de la transition énergétique

Chaque jour, nous utilisons de l'énergie pour nous chauffer, nous déplacer, utiliser nos appareils ménagers ou communiquer.... La plupart de ces consommations, à l'échelle mondiale, dépendent encore fortement des énergies fossiles ou du nucléaire. Charbon, gaz et pétrole représentent encore à l'heure actuelle 80 % de la production mondiale en énergie. Selon les climatologues, les réserves de charbon et de gaz arriveraient à épuisement d'ici seulement 55 à 65 ans. Mais si la transition énergétique accélère, plusieurs obstacles demeurent. Etat des lieux.

On pourrait sans doute parler d'état d'urgence. Aujourd'hui, l'énergie est responsable d'environ deux tiers des émissions de gaz à effet de serre (GES) au niveau mondial. Celle-ci provient de la génération d'électricité, du chauffage, du transport et de l'industrie. La principale raison pour laquelle le monde a massivement recours aux énergies fossiles (pétrole, gaz naturel et charbon) est que celles-ci sont très peu coûteuses. En 2020, le FMI souligne que le prix des carburants fossiles est actuellement massivement sous-évalué et reflète la non-prise en compte des coûts environnementaux, dont la pollution de l'air et le réchauffement climatique ». Des chercheurs du FMI ont estimé que l'anomalie globale de tarification des énergies fossiles (ce qui correspond à la multiplication de la consommation d'énergies fossiles par l'écart entre les prix existants et les prix efficients, c'est-à-dire qui prennent en compte les coûts d'approvisionnement et les coûts environnementaux) était de 4 700 milliards de dollars en 2015, soit 6,3 % du PIB mondial. Une forte augmentation du prix des énergies à forte intensité carbone par rapport aux énergies « bas carbone » fournirait une incitation à l'abandon progressif des premières en faveur des secondes,



ou au moins à réaliser des gains en matière d'efficacité énergétique. C'est exactement l'objectif de la « taxe carbone », qui consiste en une taxe ajoutée au prix de vente des biens et services en fonction de la quantité de GES émis lors de leur utilisation (cela concerne essentiellement l'essence, le gazole, le gaz et le charbon). En 2020, on comptait vingt-cinq pays dans le monde où s'appliquait une taxe carbone (essentiellement des pays européens, mais aussi l'Afrique du Sud, le Canada ou encore le Mexique),

ce qui est relativement faible. Toutefois, si les « taxes carbone » peuvent être efficaces pour faire baisser les émissions de CO₂, elles peuvent avoir des conséquences négatives pour l'activité économique, en augmentant le prix des carburants, de l'électricité et, par ricochet, des biens de consommation courante. Un autre mécanisme pour limiter les émissions de GES consiste à établir des plafonds d'émissions. Plusieurs pays ont mis en place des plafonds pour les centrales électriques et pour les industries lourdes, afin de les encourager à améliorer leur efficacité énergétique. Un autre défi sera de faire accepter des « taxes carbone » à la population, notamment car elles affectent généralement une part plus importante du panier de consommation des ménages à bas revenus. Cela est apparu clairement lors du mouvement des gilets jaunes en France en 2018, à l'occasion de la réévaluation annuelle du montant de la taxe carbone. Toutefois, les recettes de ces taxes peuvent servir à financer la transition vers des énergies « bas carbone » ou peuvent être redistribuées aux ménages les plus pauvres. Les prochaines décennies verront probablement le « pic pétrolier » (peak oil), c'est-à-dire le moment où l'extraction pétrolière

aura atteint son niveau maximal, avant d'entamer une décrue. Les véhicules électriques, minoritaires aujourd'hui, pourraient se généraliser. L'hydrogène peut également jouer un rôle clé dans la transition énergétique et fait l'objet d'investissements très lourds de la part de plusieurs États. Enfin, la transition énergétique sera probablement de plus en plus liée aux questions commerciales. Par exemple, la Commission européenne a lancé en 2020 une consultation sur une éventuelle taxe carbone aux frontières, qui porterait sur les importations de certains biens à forte intensité carbone. Ici, une certaine hypocrisie semble en passe de s'effondrer.

LE PIB PAR HABITANT POURRAIT BAISSER DE 23%, SI ON NE FAIT RIEN.

En retenant un scénario d'augmentation de température de 4,5 °C par rapport à l'ère préindustrielle en 2100 (le scénario le plus pessimiste envisagé par le GIEC), une étude publiée dans la revue Nature estime que le PIB par habitant sera in fine inférieur de 23 % à ce qu'il aurait été sans changement climatique. L'effet négatif sur l'activité serait de plus en plus fort à mesure que les températures globales augmentent et serait nettement plus marqué dans les pays pauvres, avec des chutes du PIB par habitant de l'ordre de 80 % pour la plupart des pays africains. Une autre étude publiée dans Nature indique que le coût économique du changement climatique sera d'autant plus élevé que les décisions pour lutter contre celui-ci sont prises tard. La rapidité de mobilisation des gouvernements sera donc déterminante.

DES ACCORDS ET DES ACTES

En 2015, 196 pays ont signé l'accord de Paris sur le climat, dont l'objectif est de maintenir l'augmentation de la température mondiale à un niveau

Le boom du solaire va porter l'essor des énergies renouvelables d'ici à 2022

Les énergies renouvelables vont continuer leur développement massif dans le monde ces cinq prochaines années, et c'est le solaire qui tirera cette croissance avec un essor encore plus important que celui envisagé jusqu'ici, a estimé mercredi l'Agence internationale de l'énergie (AIE). D'ici à 2022, près de 1.000 gigawatts de nouvelles capacités d'énergies renouvelables (éolien, solaire, hydroélectricité, etc.) seront installés dans le monde, soit une croissance de 43%, prévoit l'AIE dans son rapport annuel sur les énergies renouvelables publié mercredi. Cette prévision est de 12% supérieure à ce qu'envisageait l'agence initialement s'explique par la montée en puissance plus forte que prévue du solaire photovoltaïque dans deux pays: la Chine et l'Inde. Le parc solaire devrait atteindre 740 gigawatts à cette date. L'an dernier, le solaire a déjà représenté plus de la moitié des 165 gigawatts de nouvelles capacités d'énergie verte installées et le parc installé a augmenté de moitié.



En 2022, les énergies renouvelables fourniront 30% de la production d'électricité mondiale, contre 24% aujourd'hui, estime l'AIE. Et si le charbon restera la première source d'électricité à cette date, "les énergies vertes vont réduire l'écart de moitié en seulement cinq ans". Comme ces dernières années, la baisse des coûts des technologies renouvelables, qui les rend



de plus en plus compétitives par rapport aux énergies fossiles (charbon, gaz, fioul), expliquera cette croissance. Outre la Chine et l'Inde, les États-Unis vont tirer l'essor des énergies vertes, tandis que leur rythme de développement va fortement ralentir en Europe, du fait d'une consommation d'électricité plus faible qui pourrait générer des surcapacités. L'Afrique connaîtra elle un développement notable des capacités de production solaires non raccordées à un réseau électrique, même si cela représentera une part mineure de l'ensemble des capacités installées sur ce continent, où l'électrification est encore limitée dans de nombreux pays. En revanche, la part des énergies renouvelables dans les transports et la production de chaleur n'augmentera que marginalement d'ici à 2022, estime l'AIE.

Dans le transport routier, la part des énergies renouvelables va passer de 4% à 5% en cinq ans. Les biocarburants (biodiesel, éthanol) représenteront 90% de la consommation d'énergie propre, loin devant l'électricité verte fournissant les véhicules électriques. La part des énergies vertes dans la production de chaleur (chauffage domestique, industrie, cuisson) va croître de 25%, mais elles ne représenteront toujours que 11% de la consommation de chaleur mondiale.

bien inférieur à 2 °C par rapport aux niveaux préindustriels. Dans ce cadre, chaque pays soumet des Contributions déterminées au niveau national (CDN) qui explicitent les stratégies mises en place pour parvenir à cet objectif. Comme les autres États de l'Union européenne, la France avait indiqué qu'elle s'engageait à réduire ses émissions de gaz à effet de serre de 40 % en 2030 par rapport aux niveaux de 1990 (cet objectif a été porté à 55% de baisse en décembre 2020). Lors de la COP 25, qui s'est tenue en décembre 2019, 73 pays mais aussi des collectivités locales et des entreprises ont formé une Alliance pour l'ambition

climatique s'engageant à atteindre la « neutralité carbone » en 2050. Par ailleurs, l'épidémie de Covid-19 de 2020 a poussé un certain nombre de pays à afficher une volonté plus forte sur les sujets environnementaux, et davantage de pays ont annoncé vouloir atteindre la « neutralité carbone » en 2050, comme le Japon et la Corée du Sud. ■

LES FONDS D'INFRASTRUCTURES,

indispensables à la transition énergétique

A l'échelle mondiale, les besoins d'investissement en infrastructures pour des villes durables sont estimés à 90 000 milliards de dollars d'ici 2030. Si les investisseurs institutionnels se tournent vers cette classe d'actifs via les fonds, ces derniers ont jusqu'ici privilégié surtout les investissements permettant la rénovation d'actifs existants (eau, chauffage, climatisation...). Un des enjeux des dix prochaines années sera l'accélération des investissements nouveaux.

Suite à l'accord de Paris de 1995, 180 pays se sont engagés sur des objectifs ambitieux pour limiter le réchauffement climatique. La Commission européenne estime à 470 milliards d'euros par an les investissements nécessaires pour atteindre les objectifs environnementaux et climatiques de l'Union Européenne à horizon 2030. Cette somme couvre, par exemple, les besoins d'infrastructures de transport plus vertes qui dépassent les 100 milliards d'euros par an. Dans le détail, l'efficacité énergétique des logements et les transports sont les secteurs qui concentrent la très majorité des moyens mis en œuvre (Soit 300 Md€ ensemble), la transition énergétique représente 30 Md€. En France, la loi sur la transition énergétique pour une croissance verte, votée en 2015, qui matérialise l'action que nous entreprenons à l'échelle de l'Hexagone. Elle vise à développer un nouveau modèle énergétique et à permettre à la France de contribuer plus efficacement à la lutte contre le changement climatique. La France s'est donc engagée à

- ➔ Réduire de 40 % les émissions de gaz à effet de serre en 2030 (en comparaison au niveau observé en 1990) ;
- ➔ Réduire de 30 % le taux de consommation d'énergies fossiles en 2030 (par rapport à la référence de 2012) ;
- ➔ Faire émerger les énergies renouvelables et les porter à 32 % de la consommation finale d'énergie en 2030 ;
- ➔ Réduire la consommation énergétique finale de 50 % en 2050 ;
- ➔ Diversifier la production d'électricité

et réduire la part du nucléaire à 50 % (d'ici 2025).

LES FONDS D'INFRASTRUCTURES, MOTEUR DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Si l'Etat a donné l'impulsion et un cadre juridique et fiscal, les acteurs économiques sont à la manette pour permettre cette mutation. Les grandes entreprises françaises comme EDF et Engie sont engagés dans cette démarche avec force, les fonds d'infrastructure devraient aussi jouer un rôle prépondérant. Pour l'agence Novethic il y a deux catégories de fonds investissant dans les infrastructures vertes. Les plus nombreux sont les fonds verts, qui mettent en avant la prise en compte d'une dimension environnementale dans la stratégie d'investissement et dont la moitié de l'inventaire au moins est composée de projets verts. Novethic s'est également intéressé aux fonds diversifiés, moins nombreux mais plus importants en taille, dont la stratégie n'a pas réellement de focus environnemental mais qui investissent dans au moins un projet d'infrastructure compatible avec la Taxonomie européenne. Les investisseurs institutionnels sont de plus en plus nombreux à communiquer sur les montants investis dans des infrastructures vertes dans leur rapport d'investissement responsable. Il s'agit le plus fréquemment d'infrastructures contribuant

à la production d'électricité à partir d'énergies renouvelables. Pourtant, les infrastructures durables relèvent d'un champ plus large puisqu'elles rassemblent tous les équipements qui contribuent à la transition vers des modèles économiques durables.

Pour le secteur des transports notamment, la transition suppose de suivre le principe du « éviter, remplacer, améliorer ». Si éviter les déplacements superflus peut, en partie, être remplacé par la digitalisation (les visioconférences par exemple) il reste nécessaire de remplacer les moyens de transport carbonés existants et notamment le transport routier par des solutions bas-carbone comme le transport ferroviaire ou fluvial, et d'améliorer les véhicules en passant à l'électrique ou à l'hydrogène

POUR PREÇIN, IL Y A TROIS TYPES D'ACTEURS INVESTISSANT DANS LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE.

➔ La catégorie la plus représentée dans les fonds verts est celle dite « Core Plus », dont on attend des revenus plus élevés même si ces infrastructures sont situées en Europe, leurs rendements sont liés aux dynamiques de l'économie où elle se trouve. Les fonds « Core Plus » sont les plus fréquents du panel (189 fonds). Parmi les fonds étudiés, près des trois quarts (71%) sont des fonds Full Green et la majorité des actifs en portefeuille sont des

infrastructures d'énergie éoliennes et solaires, suivis de bâtiments du secteur de l'éducation et d'hôpitaux. Un peu plus de 40% des projets se trouvent au Royaume-Uni, suivi de la France et de l'Allemagne.

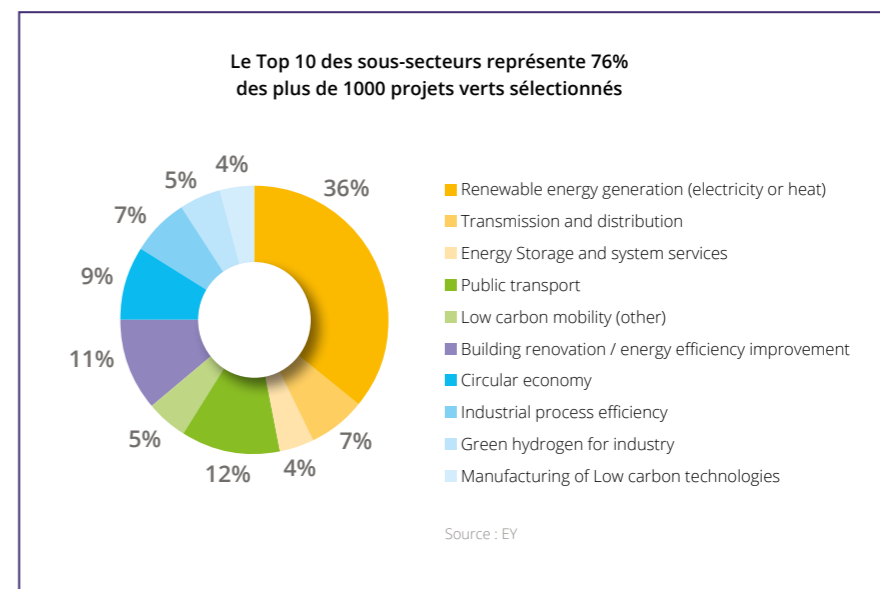
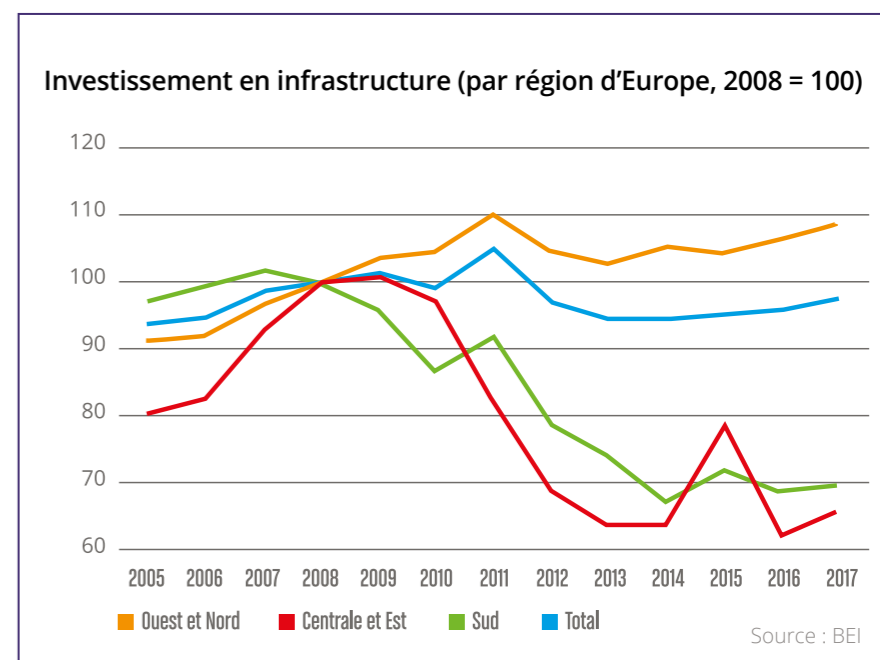
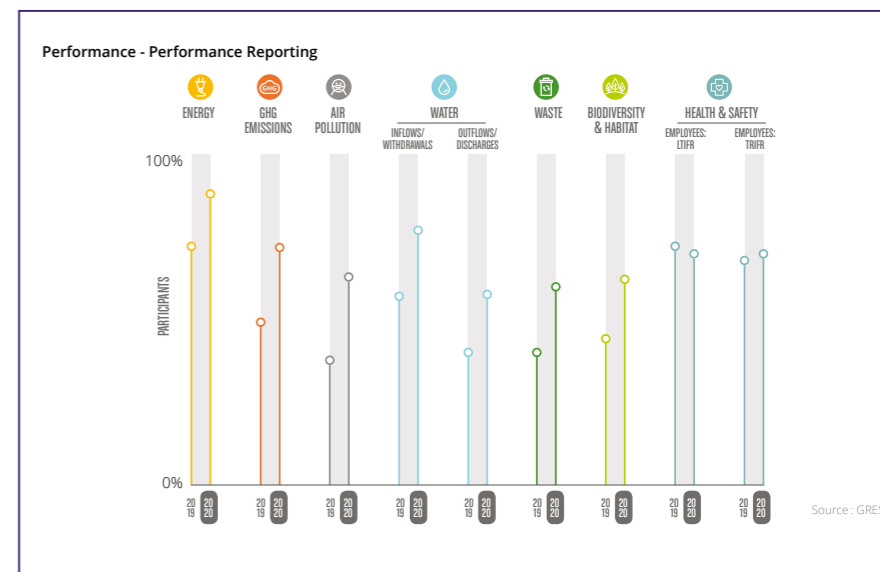
➔ La deuxième stratégie privilégiée est dite « Core » (70 fonds). Il s'agit généralement d'actifs essentiels, déjà opérationnels et générant des rendements, implantés dans des pays développés dont l'environnement réglementaire et politique est stable. Ils sont moins risqués que les actifs dit « Core Plus » parce que souvent en situation de monopole et dans des marchés plus matures. Ils disposent d'une demande prévisible avec des flux de trésorerie stables à long terme.

ls se répartissent de la façon suivante : 43 % de fonds Full Green, 31 % de fonds Diversifiés et 26 % de fonds Green Focus. Les actifs les plus répandus sont les bâtiments liés au secteur de l'éducation ou de la santé, ainsi que des infrastructures d'énergie solaire et éolienne. Les deux tiers des projets sont situés au Royaume-Uni.

➔ La troisième stratégie (55 fonds) dite « Value-Added » est la plus prometteuse financièrement. Elle vise des actifs Greenfield (nouveaux projets) ou Brownfield (projets existants) dont l'utilisation ou la demande est en augmentation, notamment des technologies nouvelles. Il s'agit pour moitié de fonds Full Green (53%), le reste se partageant assez équitablement entre les fonds diversifiés (27%) et Green Focus (20%). Les actifs peuvent être des infrastructures d'énergies renouvelables, éolien et solaire, suivi d'infrastructures de télécommunication et d'aéroports. Leur implantation géographique est variée, avec une dominante française (23%) et britannique (20%).

UN FRANÇAIS SUR LE PODIUM: MIROVA

Les sociétés de gestion proposant des fonds verts d'infrastructures ont des profils variés, tant en termes de métiers (sociétés spécialisées dans



l'infrastructures, ou sociétés plus généralistes gérant également des fonds côtés grand public), qu'en termes de répartition géographique ou de type de fonds. Mais les volumes d'encours les plus importants sont détenus par trois spécialistes des infrastructures, parmi les plus larges à l'échelle mondiale, deux Britanniques et un Danois. MIRA, dont les fonds sont plutôt Green Focus, est le plus gros gérant d'infrastructures au monde et comptait 239 Mds€ d'encours en 2019. Elle détient 2,5 milliards d'euros de plus en infrastructures vertes qu'Infracapital (associée à M&G Investments, sa société mère). La société Danoise Copenhagen Infrastructure Partners est la seule des trois dont l'ensemble des fonds analysés sont Full Green.

Les sociétés qui offrent le plus de fonds verts sont aussi très orientées sur l'environnement. En première position, on retrouve deux gérants spécialisés dans les infrastructures de la transition énergétique : Aquila Capital et Foresight Group. Ils sont suivis de près par Mirova, société de gestion française spécialisée dans l'investissement durable (voir l'étude de Novethic Les fonds verts européens au défi de la Taxonomie).

Les projets dédiés aux énergies renouvelables sont plébiscités par les fonds d'infrastructures, avec une préférence pour le solaire et l'éolien (>75% des

transactions à eux deux). Par ailleurs, la maturité de ces technologies est attestée par la place majoritaire des transactions de projets en « stade secondaire » (voir p. 20) : environ les deux tiers pour le solaire et l'éolien. Les projets dédiés aux bioénergies, en troisième position, sont en revanche ceux comptant le plus de transactions de projets Greenfield (>50%), c'est-à-dire au stade du développement. La quasi-totalité de ces transactions proviennent des fonds verts (> 90% des transactions et >80% des montants investis). L'importance des projets EnR dans le panel se retrouve aussi dans le poids important des projets d'infrastructures de distribution d'électricité dite « verte ».

En ce qui concerne l'efficacité énergétique, on la retrouve principalement dans les projets catégorisés en « Clean Technology », généralement des projets d'efficacité de l'éclairage. On compte aussi une douzaine de projets de stockage d'énergie dans cette catégorie.

LE TRANSPORT FERROVIAIRE

Une place prioritaire est également donnée au transport ferroviaire avec la construction de chemins de fer et de matériel roulant ferroviaire (Rolling stock). Cela place le secteur en

deuxième position en nombre de deals après les énergies renouvelables. Par ailleurs, près de la moitié des transactions concernent des nouveaux projets en stade de développement. Concernant le profil des fonds, il s'agit en grande majorité de fonds Diversifiés avec 61 transactions pour 22 Mds€.

Les investissements en infrastructures vertes sont alignés sur le marché des fonds d'infrastructures européens et donc peu orientés sur le développement de nouveaux équipements ou technologies. La majorité des projets taxo-compatibles des fonds d'infrastructures vertes sont catégorisés par Prequin comme « Secondary stage », c'est à dire qu'ils sont entièrement opérationnels et ne nécessitent aucun investissement pour leur développement. Près d'un tiers des actifs sont Greenfield. Il s'agit de projets qui n'existent pas encore et pour lesquels les investisseurs financent la conception, la construction ainsi que l'entretien et l'exploitation. Enfin, une petite minorité d'actifs sont Brownfield. Il s'agit d'actifs existant qui nécessitent des améliorations, des réparations ou une expansion. L'infrastructure est généralement partiellement opérationnelle et peut déjà générer des revenus.

Selon les chiffres collectés par Prequin sur le marché des fonds européens dans leur ensemble, la proportion des transactions Greenfield impliquant

Besoins d'investissement verts additionnels selon le Plan de relance européen (en Mds€ par an)

Secteurs	Objectifs énergétiques et climatiques pour 2030	Objectifs environnementaux*
Énergies renouvelables	30	
Construction (efficacité énergétique pour le résidentiel et le commercial)	185	
Industrie/efficacité énergétique	5	
Transport	120	
Protection de l'environnement		77
Gestion des ressources (hors énergie)		38
Économie circulaire (en dehors des besoins déjà inclus ci-dessus)		15
Total transformation verte	470	

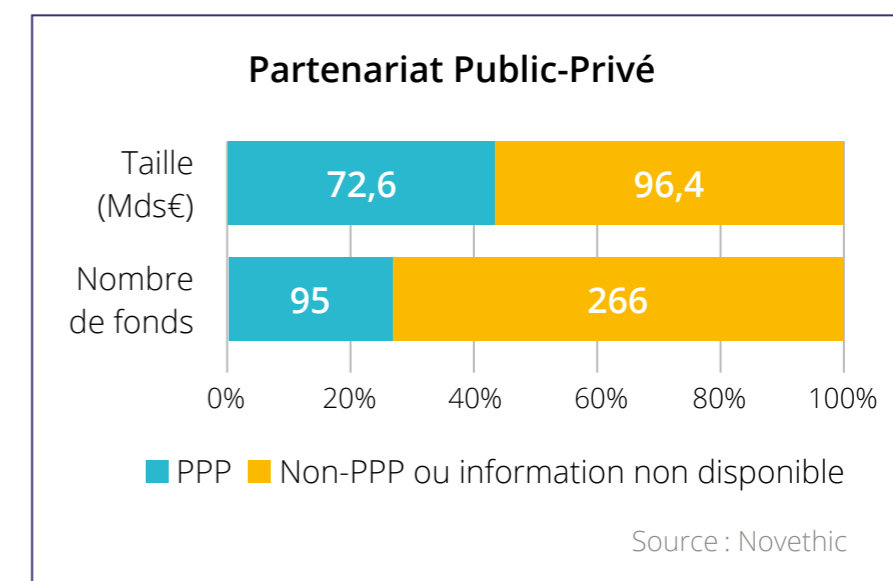
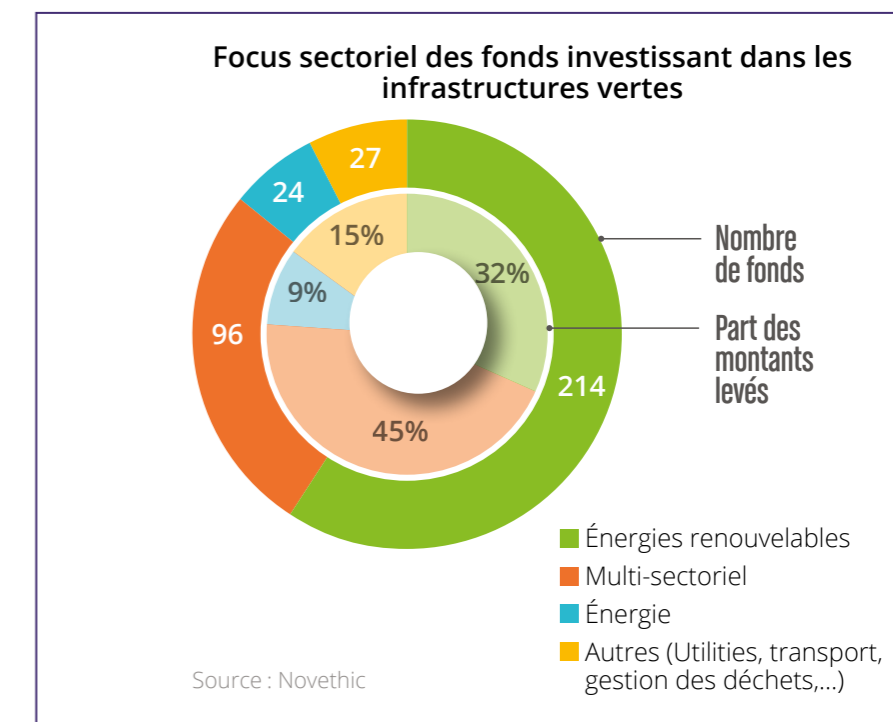
* au-delà du climat

Source : Commission européenne

des investisseurs institutionnels est passée 43% en 2010 à 30% en 2019. En nombre, les transactions Greenfield n'ont que faiblement augmenté (de 252 à 291) alors que les transactions de projets Secondary stage ont plus que doublé, passant de 287 à 668

LA FRANCE EN 2E POSITION

L'investissement en infrastructures via des fonds est une spécialité des gestionnaires britanniques, les projets peuvent en revanche se situer dans d'autres pays. La grande fragmentation du paysage des fonds de pension anglais est l'une des explications à ce phénomène puisqu'ils n'ont pas forcément la taille nécessaire pour investir en direct dans des infrastructures. Au Royaume-Uni, la nature des projets est majoritairement orientée sur le solaire. En revanche, malgré la part importante des projets de bioénergie (à 67% en Greenfield), près des trois quarts des transactions concernent des projets Brownfield ou en secondary stage. En comparaison, la France, qui se classe en deuxième position, compte une part moins importante de projets de bioénergie et reste positionnée sur les technologies plus matures (éolien et solaire) mais avec une part générale de projets Greenfield plus importante (40%). En troisième position par le nombre de transactions, l'Italie compte pour près de 80% des projets d'énergie solaire, pour près des trois quarts en stade secondaire. En quatrième position, l'Allemagne compte pour les deux tiers des projets éoliens, majoritairement en stade secondaire. Les projets solaires (20% des projets) sont en revanche plus fréquemment Greenfield. Comme l'Italie, l'Espagne compte en quasi-majorité des projets d'énergie solaire, suivis de plus loin par des projets éoliens et de chemin de fer. En revanche, comme la France, près de 40% des projets sont Greenfield. Si on s'intéresse au classement par montant total des



investissements, les Etats-Unis font alors leur entrée en quatrième position du Top 5 avec 23,4 Mds€, devant l'Espagne et précédés par le Royaume-Uni qui garde sa première position, la France et l'Allemagne. En revanche, si on regarde le montant des tickets investis par pays dans de nouveaux projets (Greenfield), le résultat est assez différent. Près de 90% des montants attribués à la France proviennent de 6 transactions de chemins de fer. Pour Taiwan, il s'agit pour 98% de projets éoliens (4 transactions). En ce qui concerne l'Allemagne, près des deux tiers des montants proviennent de projets éoliens, et le dernier tiers provient principalement de projets de distribution d'électricité. Pour le Royaume-Uni, il s'agit principalement de projets éoliens (35%), de chemins de fer (18%) et d'installations de biomasse/ biocarburant (15%). Enfin, pour l'Espagne, les montants proviennent essentiellement de matériel ferroviaire roulant (62%) et des infrastructures d'énergie solaire (24%). ■ O.B

L'ESG S'IMPOSE RAPIDEMENT

dans le paysage financier

Le dernier Rapport annuel sur la progression de l'investissement environnemental, social et de gouvernance (ESG) dans les actifs alternatifs fait état d'un changement profond dans le monde de la finance : d'ici peu de temps, les pratiques ESG devraient s'imposer comme la norme pour tous les acteurs du marché. Mais cette évolution fait encore face à des défis conséquents, à la fois liés à un manque de réglementation, et à la difficulté qu'ont les GPs à obtenir des données de qualité et standardisées sur l'impact que l'ESG sur leur portefeuille.

Dans l'introduction de la deuxième édition de son Rapport annuel sur la progression de l'investissement environnemental, social et de gouvernance (ESG) dans les actifs alternatifs, Preqin fait remarquer que les événements de 2020 et 2021 ont introduit de nouvelles menaces dans le monde et en ont exacerbé d'autres. La pandémie de COVID-19 a eu un impact sur presque tous les aspects de la vie moderne, dans tous les coins du monde, révélant des problèmes majeurs concernant les inégalités et les vulnérabilités sociales préexistantes.

Ces révélations n'ont pas épargné le monde financier. Plus que jamais, les gestionnaires de capitaux privés doivent équilibrer leurs efforts pour réaliser des gains financiers tout en répondant aux préoccupations de leurs clients en matière d'ESG. Les données de Preqin montrent que moins de la moitié (43 %) des 950 milliards de dollars de capitaux levés à ce jour en 2021 ont été obtenus par des gestionnaires engagés sur le plan ESG, ce qui prouve que la communauté des gestionnaires n'est pas unanime sur leur absolue nécessité : comme l'ont indiqué 79 % des GPs interrogés par Preqin, la demande des investisseurs est ainsi le principal moteur des engagements ESG, devançant de loin des prises de position internes liées aux facteurs de risque (28 %) et de performance (11 %).

Ainsi, la chronologie des signataires des Principes pour l'investissement responsable (PRI) de l'ONU montre que les LPs ont été beaucoup plus nombreux que les gestionnaires d'investissement à y adhérer dès le début. Peu surprenant : face à ces nouveaux mandats, les gérants se sont d'abord demandé comment gérer les portefeuilles avec des contraintes supplémentaires sans faire baisser la performance.

CROISSANCE PHÉNOMÉNALE POUR L'ESG

Le secteur du capital-investissement a pourtant un rôle essentiel à jouer : à lui seul, il gère plus de 4 milliards de dollars d'actifs, un chiffre qui devrait plus que doubler pour atteindre 11,1 milliards de dollars d'ici 2026, selon les prévisions de Preqin. Or, l'investissement ESG a déjà une place importante dans le secteur du capital privé : en octobre 2021, 36% des actifs sous gestion de capital privé dans le monde sont gérés par des sociétés de gestion qui se sont engagées à investir selon les critères ESG.

Il est donc clair que l'investissement ESG est en train d'évoluer vers un véritable changement de paradigme - en particulier au sein de l'UE. Ces dernières années ont vu un changement historique du sentiment au sein des marchés privés européens,

les investisseurs privés, les gérants et les régulateurs ayant tous doublé leurs exigences en matière d'ESG. Quatre catalyseurs clés sont à l'origine de cette croissance : l'évolution des valeurs sociétales, une modification des comportements d'investissement, des changements de politique et de réglementation, et la création de valeur et d'atténuation des risques liés à l'ESG. Ensemble, ils stimulent la transformation et placent les préoccupations liées à la durabilité et à l'ESG au cœur de l'industrie. En conséquence, le volume des actifs ESG domiciliés dans la région a presque triplé depuis 2015 - atteignant 252,9 milliards d'euros à la fin 2020. Bien que cette évolution ne soit rien de moins que formidable, ce paysage européen n'en est peut-être encore qu'aux premiers stades d'une métamorphose ESG, et s'approche rapidement du précipice d'un rebond aux proportions historiques.

Selon les prévisions de Preqin, les actifs ESG du marché privé européen monteront en flèche pour atteindre entre 775,7 milliards et 1200 milliards d'euros d'ici 2025 - représentant entre 27,2 % et 42,4 % de l'ensemble des actifs du secteur. Les actifs alternatifs en particulier devraient être à l'avant-garde de ce mouvement : les actifs ESG devraient représenter 33,7 % et 40,6 % du total des actifs sous gestion de l'immobilier et des infrastructures d'ici 2025.

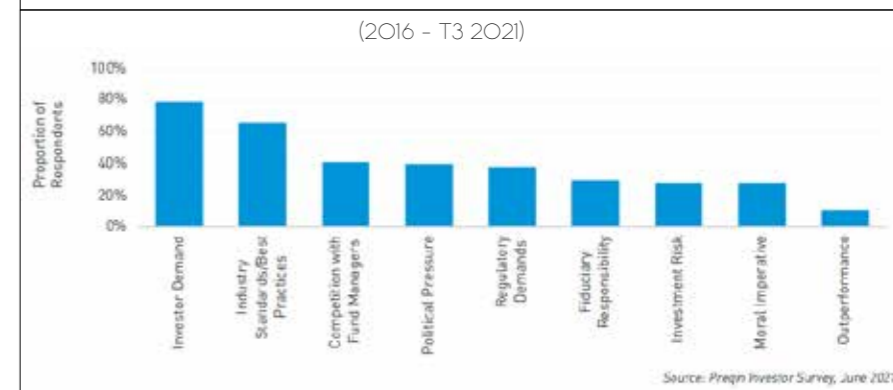
LE CRUCIAL DÉFI DES DONNÉES

S'il est clair que les roues du changement tournent sur les marchés privés européens, et que l'ESG devient rapidement une question de survie incontournable, le comportement des GPs va devoir s'adapter à ces nouvelles règles. Afin de prospérer, les gérants doivent profondément intégrer l'ESG dans leurs portefeuilles et leurs opérations plus larges - en se positionnant et en se différenciant comme de véritables leaders ESG.

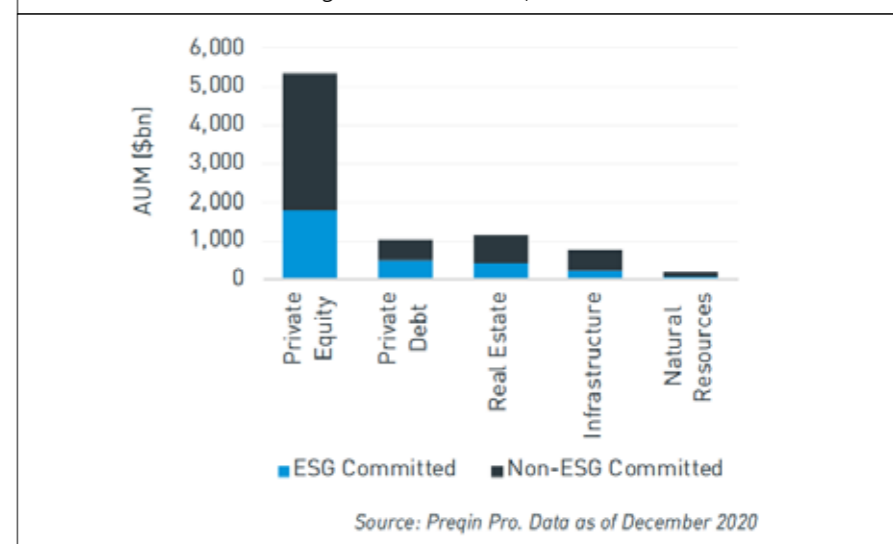
Selon Preqin, six mesures clés devraient être envisagées par les GPs pour créer de la valeur grâce à l'ESG et favoriser la transition efficace et durable de leurs modèles d'entreprise respectifs : maîtriser l'ESG au niveau interne, créer une équipe ESG dédiée, construire un portefeuille "renforcé ESG", gérer activement le risque ESG, créer un reporting distinct et transparent et, enfin, maîtriser le défi des données.

Ce dernier point est d'une importance cruciale : la réussite du secteur privé dépendra beaucoup de la capacité à obtenir des données de qualité sur l'impact de l'ESG. Le manque de données fiables complique également la tâche des gestionnaires de fonds qui souhaitent présenter leurs progrès en matière d'ESG, tout comme celles des LPs pour évaluer ces références, dont la nature est aujourd'hui extrêmement hétéroclite. Le greenwashing représente un défi pour les investisseurs institutionnels, car il rend plus difficile l'évaluation des risques qui ont un impact sur les rendements financiers. Les gestionnaires de fonds sont confrontés à un défi similaire en ce qui concerne les participations dans les portefeuilles - un problème particulièrement criant sur les marchés privés où les données sont plus difficiles à obtenir. Identifier correctement ces risques et en rendre compte de manière cohérente et

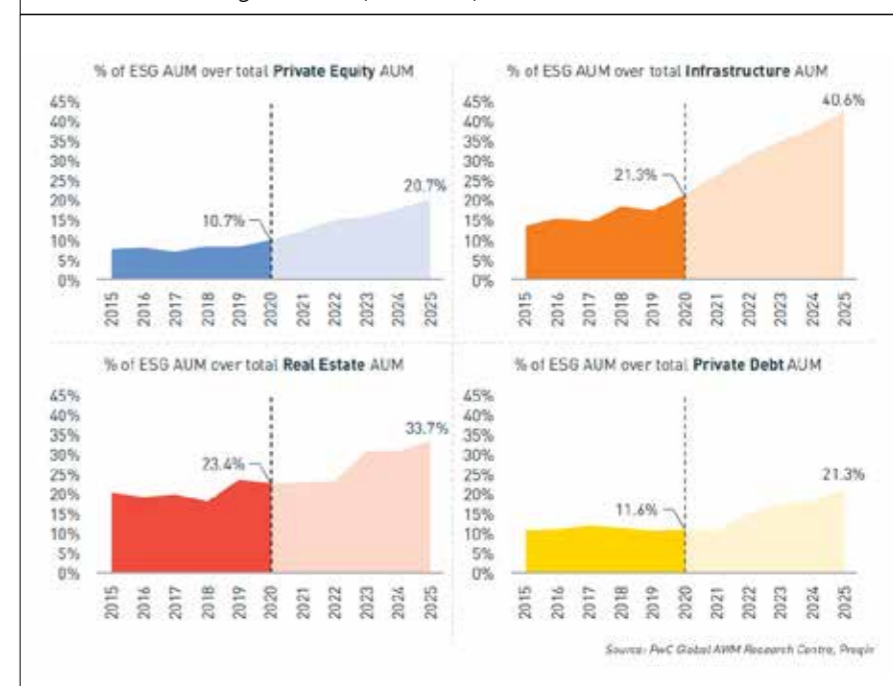
Opinion des LPs sur les raisons pour lesquelles les gestionnaires



Actifs sous gestion sous ESG par classe d'actifs



Proportion d'actifs sous gestion ESG par rapport au total des actifs sous gestion (répartition par classe d'actifs)



opportune reste une étape clé pour pouvoir s'attaquer à ce problème.

Bien que les investisseurs institutionnels considèrent que les questions ESG sont importantes, le manque de données ESG fiables et transparentes reste un obstacle majeur. Preqin a constaté que 76 % des investisseurs ont déclaré que leurs intérêts ou leurs capacités en matière d'ESG avaient augmenté au cours des 12 derniers mois ; cependant, 41 % ont déclaré que les questions ESG étaient actuellement de faible importance pour leurs décisions d'investissement en raison d'un manque de données ESG fiables. Pour détecter, éviter et prévenir le greenwashing et faciliter les bonnes pratiques ESG, le secteur a besoin de données fiables, comparables et significatives, d'où la demande de transparence et d'une taxonomie unifiée.

LA RÉGLEMENTATION, FUTUR MOTEUR DE L'ESG

Heureusement, l'influence de l'ESG sur les actifs alternatifs ne devrait que croître dans les années à venir, alors que les réglementations concernant les émissions de CO2 et l'amélioration et la normalisation des mesures de transparence concernant les questions sociales combleront le fossé entre les paroles et les actes - mettant ainsi fin au "greenwashing".

Une réglementation plus claire créera également davantage d'opportunités pour les capitaux privés, l'investissement public dans les projets environnementaux et sociaux étant par nature limité. À mesure que les économies mondiales s'adaptent aux nouvelles réalités de l'après-COVID, les investissements dans la chaîne d'approvisionnement et dans les infrastructures connexes attireront les investisseurs de capitaux privés qui ont besoin d'une voie claire entre l'ESG et les rendements.

Les membres de l'industrie des actifs alternatifs identifient d'ailleurs les évolutions réglementaires comme un facteur de risque clé : d'après une enquête menée par Preqin en juin cette année, 38 % des investisseurs ont identifié l'évolution des questions réglementaires comme un facteur clé, plaçant les changements réglementaires devant les préoccupations relatives à la responsabilité fiduciaire ou au risque d'investissement.

De ce point de vue, l'Union Européenne est à la pointe de la mise en œuvre et du suivi des engagements pris dans le cadre de l'accord de Paris. Parti de simples engagements de réduction nette des émissions de carbone, le bloc continental a construit avec le temps un cadre complet pour la finance durable et des obligations de transparence sur l'ensemble du spectre ESG, suivant une feuille de route qui a permis d'intégrer la durabilité dans le système financier et d'orienter les flux de capitaux vers des investissements durables.

Un aspect notable du plan est la Taxonomie, qui est entrée en vigueur en juillet 2020. En substance, elle fournit un système de classification à l'échelle de l'UE pour les activités économiques écologiquement durables. En créant un langage commun de l'ESG dans les produits financiers, la taxonomie a réduit la fragmentation des pratiques de financement durable et a facilité l'intégration des considérations ESG dans les décisions d'investissement.

Plus tard en 2020, la proposition de la réglementation « Sustainable Finance Disclosure Regulation » (SFDR) a été publiée, sa phase initiale de mise en œuvre commençant en mars 2021. Plus précisément, la SFDR établit des obligations d'information sur la résilience pour les produits financiers et les conseillers destinés aux investisseurs finaux. Les gestionnaires sont tenus de divulguer la manière dont les risques liés à la durabilité sont

pris en compte dans leurs processus d'investissement, les paramètres qu'ils utilisent pour évaluer les facteurs ESG et la manière dont ils envisagent les décisions d'investissement qui pourraient avoir des effets négatifs sur les facteurs de durabilité, appelés Principal Adverse Impacts. En outre, elle fixe des normes minimales strictes en matière de divulgation en fonction du type d'objectif ESG que le produit d'investissement vise à poursuivre, en distinguant les fonds qui font la promotion des caractéristiques ESG (appelés fonds de l'article 8), les fonds qui ont un objectif d'investissement durable (appelés fonds de l'article 9) et les fonds non ESG (appelés fonds de l'article 6).

La réglementation est un facteur clé de l'intégration de l'ESG dans le secteur des actifs alternatifs, une tendance qui devrait se poursuivre à mesure que le corpus réglementaire s'étoffe au niveau mondial - les acteurs des marchés financiers seront soumis à des obligations et à une surveillance réglementaire accrue. Alors que la COP 26 fait entrer le système financier international dans le domaine de la réglementation du changement climatique, il sera intéressant de suivre la manière dont ces efforts vont influencer les systèmes réglementaires des différentes juridictions à l'avenir. ■ B.C

S'INVESTIR POUR MIEUX INVESTIR

Chez Ardian, nous cherchons à obtenir les meilleures performances pour les 71 milliards de dollars que nous gérons ou conseillons pour nos clients. Notre approche repose sur notre conviction que le succès, pour être réellement durable, doit profiter à tous, nos investisseurs, mais aussi nos partenaires, nos sociétés en portefeuille et nos employés. Cela fait toute la différence.

  @Ardian | www.ardian.com

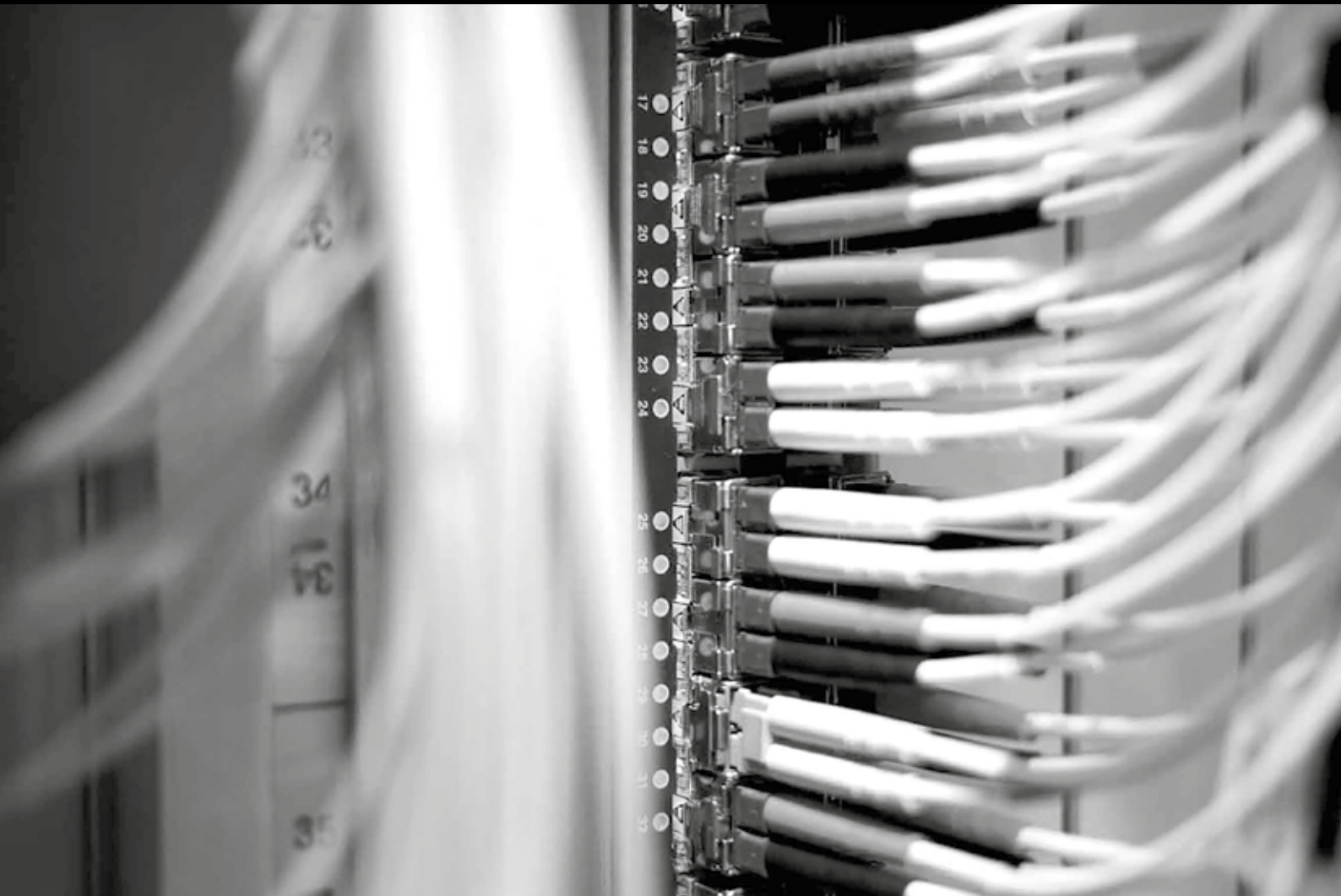
ARDIAN

Excellence. Loyauté. Esprit d'entreprise.

Paris Londres Francfort Milan Madrid Zurich New York San Francisco Santiago Pékin Singapour Tokyo Jersey Luxembourg

Seeing potential | delivering value

Antin Infrastructure Partners is a leading private equity firm focused on infrastructure investments.



This advert is issued by Antin Infrastructure Partners and is produced for information purpose only. This document does not constitute an offer to sell, purchase, subscribe for or otherwise invest in units or shares of any fund managed or advised by Antin Infrastructure Partners, nor shall it form the basis of or be relied upon in connection with any contract or commitment whatsoever or be taken as investment advice.