



17 NOVEMBRE
2022

SPÉCIAL INFRASTRUCTURE

LES RENCONTRES D'EXPERTS

Chez White & Case LLP, 19 Place Vendôme, 75001 Paris

L'INFRASTRUCTURE À L'ÉPREUVE

des nouvelles crises énergétique et géopolitique

En l'espace de quelques mois, l'environnement économique mondial a radicalement changé. Succédant aux crises sanitaires, la nouvelle crise à la fois géopolitique et énergétique ne semble pas avoir refroidi les ardeurs des Lps, qui plébiscitent majoritairement cette classe d'actifs, considérée comme une valeur refuge. Si les infrastructures « core infra », dont les tarifs sont indexés sur l'inflation semblent toujours très résilients, d'autres actifs sont plus touchés et obligent les opérateurs à s'adapter. Réunis dans les locaux de White & Case, 6 experts sont venus commenter la nouvelle dynamique de cette classe d'actifs. Levées de fonds, investissements, transformation digitale sont passés en revue mais également les perspectives de croissance et les nouveaux usages qui vont impacter l'industrie ont été abordées sans tabous. Morceaux choisis.

MdA : Il y a six mois, nous avons fait le constat d'un secteur résilient et les investissements atteignent de nouveaux records. L'été et les crises énergétique/ géopolitique ont-ils cassé cette dynamique ? Quel est votre regard sur la situation ?

Laurent Chabot, Société Générale CIB : L'infrastructure reste un secteur très résilient comparé aux autres classes d'actifs mais n'est pas complètement immune de la crise actuelle. On ne peut pas dire non plus que le secteur n'est pas impacté. Selon les secteurs et les zones géographiques, la dynamique n'est pas la même. On voit clairement que les pays les plus à l'Est de l'Europe le sont davantage à la fois pour des raisons politiques mais aussi financières car on a notamment une inflation plus élevée. Mais à l'exception des exemples mentionnés, globalement, le secteur reste actif. Il y a encore opérations de financement, des grandes syndications. Des opérations signées et des projets en cours dans les domaines du digital, de la transition énergétique, de la mobilité décarbonée... Donc un secteur qui continue de servir de valeur refuge.

MdA : Marion, vous avez une vision transversale chez Ardian ?

Marion Calcine, Ardian : Je partage le point de vue de Laurent. Les infrastructures continuent de servir de valeur refuge. Leur très forte corrélation à l'inflation leur permet d'envisager l'avenir avec sérénité. Chez Ardian, 85% de nos revenus sont indexés à l'inflation. A cela s'ajoute le caractère contra-cyclique de cette classe d'actifs. Dans le portefeuille d'Ardian Infrastructure, l'exposition à l'évolution du PIB est inférieure à 10%, même nos actifs transports étant régulés. Construire des portefeuilles « core infra » diversifiés géographiquement et sectoriellement (dans nos trois verticales que sont les transports, l'énergie et les infrastructures digitales), limite les risques pour nos investisseurs. Les télécoms, très contra-cycliques, y contribuent particulièrement. Ainsi, malgré l'effet dénominateur, c'est-à-dire malgré la baisse en valeur du bilan des assurances par l'impact des taux d'intérêt, les allocations en infrastructure continuent d'y avoir une place de choix.

MdA : Roger, justement que représente l'infrastructure chez un LP comme MACSF aujourd'hui ? Et celle-ci pourrait-elle augmenter ?

Roger Caniard, MACSF : Cela représente 2% de l'actif. Pour revenir sur les propos de Marion, c'est tout à fait vrai, on se retrouve aujourd'hui avec une allocation en non coté qui a beaucoup augmenté en pourcentage mais cela ne vient pas du tout d'une augmentation des investissements. Ce sont des dépassements passifs de seuil. On est tous concernés y compris les grands fonds de pension mondiaux. Car quand vous avez la valeur de votre portefeuille obligataire principal actif des assureurs qui chute de 15%, celle de votre portefeuille en actions qui baisse fortement, et que dans le même temps, la valorisation d'autres classes d'actifs (non coté, infrastructures et immobilier) reste inchangée, en pourcentage dans nos bornes d'allocation cela fait une très forte hausse. Donc le ralentissement d'investissement dans le non coté est uniquement dû à cela. Ce n'est pas du tout une décision d'être plus prudent dans le non coté, c'est juste

Ilham Djehaich

► Directrice Générale d'Altitude Infra THD, Ilham DJEHAICH est diplômée d'Excelia. Dès la fin de ses études, elle évolue dans le monde du marché des télécoms et des réseaux.

► En 2014, elle rejoint la holding en qualité de Gestionnaire des participations, avec une mission plus stratégique liée à WiBox, opérateur de services. C'est donc tout naturellement qu'elle est nommée Directrice Générale de WiBox en janvier 2015, avec pour objectif de conforter l'orientation du Fournisseur d'accès vers le très haut débit. En 2017, David Elfassy, la nomme Directrice Générale d'Altitude Infra THD dès la création de la filiale. A sa tête, Ilham DJEHAICH contribue avec ses équipes à faire d'Altitude Infra, un opérateur d'infrastructure FTTH majeur du territoire français. Le 1er opérateur choisit par les collectivités locales et le 3ème opérateur d'infrastructure à l'échelle du pays. En 2021, elle accompagne également deux importantes levées de fonds afin de permettre à l'entreprise de poursuivre sa croissance organique et externe.



un dépassement de borne. C'est un peu idiot mais c'est dû à cela.

MdA : Dès lors la tentation n'est-elle pas pour les LPs qui dépassent leur allocation, d'arrêter leur investissement ?

Roger Caniard, MACSF : Il y a des programmes de désinvestissement pour les acteurs qui sont contraints et doivent parfois vendre des expositions en secondaire. Pour d'autres, dont on fait partie, on essaye de ne pas rentrer dans cette logique court termiste, qui peut s'avérer destructrice de valeur. Mais on ralentit un peu les nouveaux investissements.

MdA : Marie Laure, à l'international, la dynamique semble toujours aussi forte. STOA a d'ailleurs encore bouclé un deal en septembre basé en Inde et en Afrique du Sud il y a quelques semaines.

Marie-Laure Mazaud, STOA : Nous, c'est ce que l'on voit en Afrique, ce

n'est pas un marché encore très régulé. Les acteurs qui ont déployé des réseaux depuis 5 à 7 ans, l'ont plutôt fait dans les grandes villes pour créer une base d'actifs et d'abonnés attractive. On

“Nous sommes, ici, dans un cadre extrêmement certain, un refuge pour les investisseurs.”

Ilham Djehaich

constate depuis cette année qu'il y a désormais des “overbuilt” et désormais des prises disponibles en surcapacité. Si bien que les take up rates ont décroché. Et désormais il faut que le secteur se consolide et que les opérateurs s'attaquent à des zones qui regroupent la classe moyenne et développent des solutions par voie hertzienne moins chères. On va devoir partager des lignes pour pouvoir croître. Et on sait aussi que derrière cette tendance de fonds,

il y a des sujets de consolidation du secteur vis-à-vis d'opérateurs mobiles qui veulent accroître également leur dispositif de connectivité. On voit se développer le FTTT (Fiber to the Tower). Il y a des propositions des fournisseurs et des opérateurs de mobile pour consolider sur le marché.

MdA : Et chez un coporate comme Altitude Infra qui a connu une croissance exceptionnelle ces dernières années, comment vivez-vous la période actuelle ?

Ilham Djehaich, Altitude Infra : En vous écoutant, j'ai fait une rétrospective sur ces deux dernières années. Le conférencier, Alain Simon l'a parfaitement exposé. Nous vivons un contexte géopolitique difficile et cela depuis mars 2020. Finalement, avec le recul, nous pouvons nous demander ce que les historiens retiendront dans 20 ans de ce qui vient de nous arriver ces dernières années. Entre épidémies, pénuries et fragilités démocratiques, ils écriront certainement que nous



Marion Calcine

- Marion Calcine est Chief Investment Officer d'Ardian Infrastructure. Ayant commencé sa carrière il y a 16 ans au sein de cette équipe, elle est désormais en charge de la supervision des phases d'investissement des fonds Infrastructure en Europe et en Amérique.
- Elle est également en charge d'un portefeuille pan-européen d'actifs diversifiés, incluant des participations dans le réseau de distribution de gaz 2i Rete Gas, les autoroutes Trados M45 et Alicorne, les renouvelables Kallista et la ligne à grande vitesse Lisea, et siège au conseil de surveillance de Mila. Marion est enfin en charge d'Opta, un projet mené par l'équipe digitale d'Ardian, visant à optimiser la performance opérationnelle et le suivi du risque de prix d'un portefeuille renouvelable de plus de 2 GW dans le monde.
- Ardian Infrastructure gère 21 Md\$ d'actifs. L'équipe emmenée par Mathias Burghardt a investi dans 55 participations

avons vécu une rupture majeure parce que les mémoires courtes viennent d'être percutees par une histoire longue. Toutes les grandes causes de morts collectives qui avaient hanté les générations précédentes étaient finies en l'espace de 18 mois. Nous sommes donc à notre tour soumis au destin traditionnel qui veut que la mort soit une affaire collective. Étrange période que nous traversons là, nous sommes sortis de nos illusions pour redevenir des sujets historiques. En vrai nous sommes à la fin d'une période enchantée. Finalement, lorsque j'analyse ce contexte, je comprends que les investisseurs voient dans l'infrastructure une valeur refuge, bien plus que par le passé. Dans les télécoms, nous avons bénéficié d'un effet d'aubaine. Ces 2 dernières années, nous avons connu une croissance exponentielle. Nous n'avons jamais autant déployé de réseaux de fibre optique, puisque ces deux dernières années nous avons multiplié par 8 le nombre de foyers éligibles à la fibre. La demande est exponentielle, nous n'avons jamais eu autant besoin d'être connectés, du fait, principalement, des

confinements successifs. Ce besoin a accéléré la croissance d'Altitude Infra, nous avons dû nous adapter, nous avons multiplié par deux le nombre de nos collaborateurs. En parallèle, nous

“Les infrastructures continuent de servir de valeur refuge. Leur très forte corrélation à l'inflation leur permet d'envisager l'avenir avec sérénité. Chez Ardian, 85% de nos revenus sont indexés à l'inflation.”

Marion Calcine

sommes devenus une valeur refuge qui nous a permis d'accompagner notre croissance sur le volet financier grâce à la confiance des banques et des financiers. Cela s'est traduit par deux levées de fonds de plus de 500 M€ en pleine pandémie.

MdA : Chez White & Case, vous avez conseillé de très nombreuses opérations d'infrastructure cette année encore que ce soit côté corporate ou côté fonds, quelles tendances voyez-vous émerger ?

Alexis A. Hojabr, White & Case : Effectivement, nous avons accompagné Altitude Infra dans plusieurs opérations de croissance externe dont l'acquisition de Covage. Pour revenir sur ce qui a été dit au début de nos échanges, il me semble qu'il n'est plus possible de qualifier l'activité de *core*, de *infra light*... car il y a des curseurs qui bougent aujourd'hui. Est-ce que la fibre doit être qualifiée de *core* ou de *core plus*? Je ne sais pas quoi dire. Aujourd'hui je pense que les grands gagnants dans l'infrastructure sont le digital et la transition énergétique. Ce sont les deux maillons forts de l'infrastructure. Mais nous avons aussi des dossiers de transports ferroviaires qui sont en gestation. Il y a également des dossiers qui concernent l'infra digital et plus généralement tout ce qui a un lien avec la transition énergétique. Cela touche

Alexis A. Hojabr

- Alexis Hojabr est associé au sein de l'équipe Private Equity EMEA de White & Case à Paris.
- Alexis Hojabr intervient dans le cadre d'opérations de fusions-acquisitions, de private equity et de restructurations financières.
- Alexis Hojabr conseille régulièrement des fonds de Private Equity et des institutions financières dans le cadre de leurs opérations locales et transfrontalières, notamment dans les secteurs des infrastructures, de l'énergie, des transports et des télécommunications.



l'ensemble de l'industrie et intéresse tous les acteurs de l'écosystème.

Marie-Laure Mazaud, STOA : Je partage ce qui a été dit mais je vois quand même une limite. Les constructeurs ont quelques difficultés à lancer de nouveaux projets aujourd'hui car les prix des matériaux ont augmenté en moyenne de 20%/25% voire plus et ces derniers ne restent valables qu'à peine un mois. C'est donc difficile de monter une offre crédible sur un appel d'offres. Il y a aussi un problème d'accès aux composants, à des commodities comme le clincker ou de adjuvants. C'est par exemple un vrai sujet pour la fabrication du ciment. Et c'est aussi valable pour des équipements de type transformateurs électriques. On a des actifs pour lesquels on a acheté des spare parts (pièces de rechange) pour pouvoir être opérationnel et mieux gérer les aléas sans avoir à subir des retards et imprévus. Les discussions avec les EPC sont donc très compliquées. Dans cette période, il a fallu les accompagner et aménager les conditions de paiement pour améliorer le besoin en fonds de roulement et

éviter qu'ils ne mettent la clé sous la porte. Tout simplement. Depuis trois ans, on travaille de manière très rapprochée avec nos participations. J'ai d'ailleurs créé une équipe d'"asset

“Aujourd'hui je pense que les grands gagnants dans l'infrastructure sont le digital et la transition énergétique. Ce sont les deux maillons forts de l'infrastructure.”

Alexis A. Hojabr

management" dédiée car j'ai senti le besoin qu'il fallait être encore plus proche et dédiée à nos participations.

MdA : Chez Ardian vous avez aussi renforcé votre proximité avec les participations ?

Marion Calcine, Ardian : L'approche coopérative vis-à-vis de nos

participations a toujours été au cœur de la stratégie d'Ardian. En plus de nos équipes d'investissements, nos Operating Partners sont un soutien essentiel pour comprendre le plus finement les besoins de nos actifs et assister au mieux le management le cas échéant. Comme évoqué par Marie-Laure, les tensions sur les chaînes d'approvisionnement deviennent en effet une préoccupation. Ardian a une exposition greenfield limitée mais certaines de nos participations ont des plans de développement ambitieux. Dans la plupart des cas, le renchérissement des coûts se reflète dans une certaine mesure dans l'augmentation des revenus. Par exemple, dans LBC, notre actif de stockage de produits pétrochimiques, on ne s'engage pas dans des dépenses d'accroissement de capacités sans avoir sécurisé un client au préalable. Cela est moins évident dans le déploiement d'infrastructures digitales de type FTTH, où il faut mettre à disposition un réseau pour aller chercher a posteriori des clients. Dans ce secteur, nous évitons la concentration de projets et optons plutôt pour une multitude



Marie-Laure Mazaud

- Marie-Laure Mazaud est directrice générale de STOA, la filiale d'investissement créée par la Caisse des Dépôts (CDC) et l'Agence française de Développement (AfD) en novembre 2017, pour investir en fonds propres et quasi fonds propres dans des projets dédiés aux infrastructures ou à l'énergie sur les pays émergents. Elle possède une vaste expérience en finance d'entreprise, fusions et acquisitions, financement de projets et gouvernance. Avant de rejoindre STOA, Marie-Laure était Directrice exécutive à la CDC, en charge du secteur des transports (2013-2017). Auparavant, elle a occupé différentes fonctions au sein du groupe Alcatel-Lucent, dont celle de directrice des financements internationaux, du crédit et du cash management sur le plan mondial (2008-2013), et de responsable des financements structurés et de projet à la Coface (1997-2004).
- Membre de conseils d'administration depuis plus de 10 ans dans des sociétés de projet ou corporate, elle préside aujourd'hui le comité d'audit des groupes FM et Wafa Assurance et siège également comme administratrice indépendante à leur conseil d'administration.

de petits projets, notamment dans des zones rurales. C'est d'ailleurs la stratégie de notre réseau de fibre en Espagne, Adamo, qui se déploie en zones rurales, là où la concurrence est moins rude, le déploiement plus subventionné, et où l'on pourra répercuter les augmentations des coûts de construction plus aisément.

Laurent Chabot, Société Générale CIB : Je voudrais rebondir sur le digital, en soulignant qu'on a des écosystèmes très différents selon les pays. Et on a la chance en France d'avoir un écosystème formidable en France, très favorable au développement des projets. En Angleterre, le même projet ne rentre pas forcément dans la même catégorie. La fibre en France, c'est du core infra. En Angleterre, avec la concurrence des réseaux, la perception des projets n'est pas la même. La thèse d'investissement sur le monopole de fait est quand même ébranlée. Selon les pays et les projets, les barrières à l'entrée sont plus ou moins fortes.

Alexis A. Hojabr, White & Case : En France nous avons quand même bénéficié des différents plans et notamment du plan France Très Haut

“Il y a un véritable shift qui s'est opéré en 2022 sur nos classes d'actifs à la faveur de projets plus corporate (B2B ou B2C), de plus petite taille et de facto impliquant moins de délégations de service public.”

Marie-Laure Mazaud

Débit. Nous pouvons être fiers de ce que le législateur et l'Arcep ont mis en place en positionnant la fibre comme un actif bien régulé, que ce soit par le biais de la réglementation symétrique imposée à l'ensemble des opérateurs

ou de la réglementation asymétrique visant uniquement les opérateurs historiques. Dans les sujets de *Data Center*, c'est un peu la même chose. Nous sommes clairement dans le *core infra*. Pour revenir sur ce que disaient Marion et Ilham, j'ai l'impression, dites-moi si je me trompe, que nous avons deux acteurs similaires mais des approches différentes qui s'expliquent sans doute par des attentes de TRI et de durée d'investissement qui ne sont pas les mêmes.

Marion Calcine, Ardian : Non, pas du tout. Ardian Infrastructure investit dans des actifs « core infra » avec des business plans à long terme. Nous recherchons donc des actifs vraiment monopolistiques, indexés à l'inflation et dotés d'une faible corrélation au PIB. S'agissant des réseaux de fibre, comme je le disais auparavant, nous nous concentrons sur des zones rurales dans des zones monopolistiques, ce qui relève pleinement du core infra. La diversification des profils de risques

Laurent Chabot

- Co-Responsable France des Financements d'Infrastructure chez Société Générale CIB Banking, depuis 2016 : équipe de 15 personnes en charge des financements de projets d'infrastructures pour la zone Europe continentale, Afrique, Moyen Orient. Première banque Infrastructure Greenfield en volume et valeur en France en 2017 et 2018 (Magazine des Affaires), l'équipe Financements d'Infrastructure est intervenue en tant que conseil financier, structuring bank, underwriter, mandated lead arrangeur sur de nombreuses opérations ces trois dernières années, tant dans le domaine des transports (Global Coordinator du refinancement LISEA, conseil financier sur plusieurs refinancements d'autoroutes) que des infrastructures numériques, des infrastructures sociales (conseil et MLA du PPP du Pôle Biologie-Pharmacie-Chimie de l'Université Paris Saclay) et des infrastructures liées à la transition énergétique (dont en 2019 le financement d'Allego).
- Laurent a rejoint en 2001 les équipes de financements structurés de SG CIB. Il a commencé sa carrière au Ministère de l'Économie et des Finances, à sa sortie de l'ENA.



et de clients au sein de notre exposition telecom est également cruciale : en plus d'Adamo, nous détenons Inwit, premier opérateur de tours télécom en Italie, qui bénéficie de contrats de très long terme avec ses deux principaux clients, Vodafone et Telecom Italia. Nous avons également le principal opérateur d'infrastructures digitales en Islande, Mila, qui détient un réseau backbone, FTTH, et tours, ainsi que tout l'équipement actif.

Enfin, sur ces actifs core infra, ce sont des plans de développement ambitieux et industriels qui nous permettent de délivrer des rendements "core-plus". Nous avons notamment investi dans un réseau de chauffage urbain en Finlande, Nevel, qui était alimenté par des centrales à tourbe. Nous avons totalement modifié l'approvisionnement pour le décarboner, par la transformation des centrales existantes en centrales à biomasse. Ce plan industriel ainsi que le repositionnement stratégique de l'actif comme un champion de la transition

énergétique est emblématique de la valeur que l'on peut apporter à nos investisseurs et à la société en général.

“Les voitures électriques vont représenter entre 5 et 10% de la demande d'électricité en 2030. Mais que pour que cela fonctionne, il faudra alimenter les batteries et avoir les infrastructures correspondantes avec une intégration des bornes dans la gestion du smart grid.”

Laurent Chabot

Alexis A. Hojabr, White & Case : Avec un profil de risque différent d'un opérateur *corporate* dans la fibre. La

conception est sans doute différente.

Marie-Laure Mazaud, STOA : Nous, c'est ce que l'on voit en Afrique, ce n'est pas un marché encore très régulé. Les acteurs qui ont déployé des réseaux depuis 5 à 7 ans, l'ont plutôt fait dans les grandes villes pour créer une base d'actifs et d'abonnés attractive. On constate depuis cette année qu'il y a désormais des "overbuilds" et désormais des prises disponibles en surcapacité. Si bien que les take up rates ont décroché. Et désormais il faut que le secteur se consolide et que les opérateurs s'attaquent à des zones qui ciblent la classe moyenne et développent des solutions par voie hertzienne moins chères. On va devoir partager des lignes pour pouvoir croître. Et on sait aussi que derrière cette tendance de fonds, il y a des sujets de consolidation du secteur vis-à-vis d'opérateurs mobiles qui veulent accroître également leur dispositif de connectivité. On voit se développer le FTTH (Fiber to the Tower). Il y a



Roger Caniard

- Diplômé de Dauphine (Maîtrise), de Sciences-Po (DESS) et de l'ESCP (Master), Roger Caniard débute sa carrière comme analyste financier (SFAF). Après un passage à AG2R La Mondiale (gestion actions) et chez KBL (banque conseil en fusions-acquisitions), il rejoint en 1995 la MACSF (Mutuelle d'assurances du corps de santé français). Depuis 2014, il est directeur financier, et membre du COMEX.
- Fondé en 1935, le Groupe MACSF est le Premier assureur des professionnels de santé, depuis plus de 80 ans, au service de toutes les personnes exerçant une profession de santé en France.
- Fin 2021, le groupe MACSF représente plus de 35 milliards d'euros d'actif.

des propositions des fournisseurs et des opérateurs de mobile pour consolider sur le marché.

Ilham Djehaich, Altitude Infra :

Nous avons abordé la question du marché européen, mais revenons au marché français. En 2013, la France a mis en place un plan gouvernemental ambitieux qui a fait consensus puisqu'il a été porté par 3 Présidents successifs. Le préalable était que chaque français ait accès au haut débit, puis au très haut débit. Finalement, l'ensemble des acteurs a soutenu ce projet. Ce plan a créé, de facto, un cadre monopolistique. Le consensus est tel, qu'il n'y pas d'overbuild en France. A cela s'ajoute l'annonce de la fin du réseau cuivre. Nous avons donc un opérateur d'infrastructure avec une technologie plus performante pour remplacer le cuivre, avec un environnement qui accélère le besoin de la fibre. Nous sommes, ici, dans un cadre extrêmement certain, un refuge pour les investisseurs. Lorsque nous avons commencé à nous développer, nous étions essentiellement soutenus par des fonds d'infrastructure, désormais nous le sommes aussi par des fonds de pension et d'assurance.

Le profil de ces derniers est différent, ces investisseurs souhaitent des profils sûrs, qui apportent des cash-flows à long terme. Altitude Infra étant un

“On se retrouve aujourd'hui avec une allocation en non coté qui a beaucoup augmenté en pourcentage mais cela ne vient pas du tout d'une augmentation des investissements. Ce sont des dépassements passifs de seuil. On est tous concernés y compris les grands fonds de pension mondiaux.”

Roger Caniard

industriel de long terme, la convergence avec ces fonds est évidente.

Alexis A. Hojabr, White & Case : Vous faisiez l'éloge du système français

et de l'apport de la Caisse des dépôts. L'accompagnement FTTH n'a été possible que grâce à la Caisse des dépôts et consignation et la Banque des territoires qui fait un travail formidable. Il faut bien le reconnaître.

Ilham Djehaich, Altitude Infra : Je ne peux qu'abonder dans le sens d'Alexis. La banque des territoires est un acteur majeur. Elle nous suit d'ailleurs depuis 2007.

Laurent Chabot, Société Générale CIB : C'est vrai. Mais j'aimerais aussi faire un rapprochement avec ce qui s'est passé sur la fibre et le cycle qui s'amorce pour les infrastructures de recharge des voitures électriques. Si on revient en 2014-2015, il n'y avait pas beaucoup de banquiers et de financements pour ces projets de fibre. Les opérateurs étaient moins courtisés qu'aujourd'hui; Le même phénomène semble se reproduire aujourd'hui dans les infrastructures de bornes de recharges électriques, où les besoins sont majeurs (de l'ordre de 100 Md€ pour finaliser les infrastructures de recharge électrique en Europe d'ici 2030). Ce qui reste complexe en terme de business model c'est quels

vont être les comportements des conducteurs de véhicules, est ce des recharges à la maison, dans la rue, dans les parkings de supermarchés... Il y a un peu de track record désormais grâce aux pays nordiques en particulier. On commence à voir des premiers sujets de financement, après la signature du financement du déploiement de bornes des hypermarchés de Carrefour en 2021, où Société Générale était conseil financier de Meridiam; Ce qui est extrêmement intéressant, c'est que l'on est un peu dans les balbutiements. Beaucoup de questions restent posées. Comment mutualiser les risques entre les différents types de recharge, sur quels emplacements et dans quelles zones géographiques... Mais il y a une mise en route de tous les acteurs, la Caisse des Dépôts, les investisseurs privés, les entreprises et les banques.

Alexis A. Hojabr, White & Case Je suis d'accord et je fais le parallèle avec le digital. Il faut regarder la législation européenne, laquelle a notamment mis en place le Green Deal. Au sein de ce Green Deal, nous retrouvons deux ensembles réglementaires importants : le *Fit for 55* et la Taxonomie. Du côté *Fit for 55*, l'interdiction de la vente des véhicules thermiques d'ici à 2030 passera nécessairement par des investissements majeurs dans l'*e-charging*. Côté Taxonomie, il s'agit à ce stade essentiellement de reporting. La question c'est de savoir à partir de quel moment le reporting va devenir dur avec des sanctions. On parle de l'actif Fibre qui n'est pas forcément carboné. La question est certes, qu'est-ce que vous émettez directement comme carbone mais elle est également celle de votre consommation d'énergie et celle de la consommation de vos clients. Donc il faut regarder toute la chaîne. Et ce sujet-là c'est le ciment de l'infrastructure. Dans la taxonomie, nous pouvons trouver une aide précieuse qui définit ce qui est durable et ne l'est pas. Les instances européennes ont d'ailleurs mis en place une plateforme dédiée permettant

d'aider les acteurs soumis au *reporting* à déterminer si leur activité est durable ou non. La notion de durabilité repose sur trois conditions correspondant à la contribution à l'un des objectifs de durabilité, à l'absence de préjudice causé à l'un de ces objectifs, puis le respect. Quelque part, on se retrouve avec un sujet qui va intéresser l'ensemble des infrastructures.

Ilham Djehaich, Altitude Infra : Est-ce que le sujet n'est pas de consommer moins mais plutôt d'avoir moins besoin de consommer. Aujourd'hui, nous essayons tous de réduire notre consommation. Je pense qu'il faut plutôt se préparer au fait de devoir moins consommer demain. Sur la partie fibre optique, il y a deux effets. Déjà, la technologie fibre consomme 3 fois moins que le cuivre. De plus, lorsqu'on a la technologie fibre, nous avons moins besoin de consommer, on peut développer le télétravail, les services à distance, etc.

Alexis A. Hojabr, White & Case : Le "*bottom line*" c'est consommer moins d'énergie provenant du fossile. C'est ça la durabilité telle qu'elle est décrite dans nos textes. Et malgré les débats que cela a suscité, le nucléaire en fait logiquement partie dès lors qu'il joue un rôle en faveur des objectifs de neutralité carbone.

Marion Calcine, Ardian : Nous avons beaucoup parlé des télécoms, mais l'effort se porte également bien sûr sur l'énergie. La réglementation augmente les contraintes en matière d'efficacité énergétique et de développement des énergies renouvelables. Les objectifs affichés sont désormais plus ambitieux. En mai dernier, l'Union européenne a rehaussé son l'objectif de production d'énergies renouvelables de 40% à 45%. Les efforts convergent pour que se réalisent des investissements massifs dans ces énergies. Pour autant, la question essentielle est celle du déploiement et notamment l'accélération de l'octroi de permis de

construire. Fondamentalement, les efforts aux niveaux politique, législatif et réglementaire valident les stratégies d'investissement qui sont autour de la table. Marie-Laure parlait justement de l'énergie distribuée et des contraintes en matière d'efficacité dans le bâtiment. Et chez Ardian, je pense bien sûr à l'investissement que nous venons d'effectuer en France avec GreenYellow. Je suis convaincue que la croissance du secteur de l'énergie distribuée sera massive, guidée par des objectifs d'énergie produite localement et à plus bas prix. L'hydrogène sera également un secteur à suivre attentivement. Lorsque les subventions auront été octroyées et permettront à la filière de s'industrialiser, l'hydrogène deviendra probablement ce que les énergies renouvelables sont aujourd'hui. Et ce, à une vitesse bien supérieure encore au développement du renouvelable, au vu du rôle qu'a l'hydrogène à jouer dans la décarbonation de l'industrie et des transports. Il faut bien sûr une ambition politique forte parce que nous parlons d'investissements considérables. J'en profite pour rappeler que 70% de ces investissements selon l'IEA proviendront d'investisseurs privés. Il y a une nécessité à agir et pour cela acteurs privés et publics doivent agir de concert pour décarboner l'économie et l'industrie en particulier.

MdA : Vous regardez les projets hydrogène chez MACSF ?

Roger Caniard, MACSF : C'est encore tôt. La filière est en train de se constituer mais nous suivons cela avec intérêt naturellement.

Marie-Laure Mazaud, STOA : Chez STOA, on y travaille. Nous avons préparé notre feuille de route hydrogène, avec un focus spécifique sur les pays qui ont un mix énergétique favorable comme l'Égypte, le Maroc, l'Inde ou bien encore le Brésil qui vont permettre de porter et passer de l'hydrogène gris à l'hydrogène vert. Après, est-ce que ce seront les grands



projets, les gigafactories ou des plus petits projets qui verront le jour dans les prochaines années ? Et comment va-t-on transporter cet hydrogène vert ? Il y a d'importantes questions à résoudre – non insurmontables – mais qui dépendront des engagements des différents acteurs. Chez STOA, on a décidé de se concentrer sur les projets locaux (électrolyseur et production d'ammoniac) et de faire également du power to power dans des zones plus isolées. Car le LCOE est devenu plus abordable avec la remontée des prix du gaz. Cela devient intéressant d'investir dans l'hydrogène car on sait que les prix ne devraient pas durablement redescendre si vite que cela. Après

pour que l'hydrogène décolle, il va falloir mieux gérer l'intermittence et trouver des solutions avec stockage. Ces solutions deviennent plus nombreuses et plus abordables. Par rapport à ce mix énergétique, il y a d'autres sujets qui sont importants à regarder : c'est l'année de la nature et beaucoup d'investisseurs sont désormais dans une démarche forte en matière de biodiversité. Comment on évite, on compense et on restaure nos écosystèmes. C'est un sujet clé. On voit par exemple se développer des concessions agro forestières. Beaucoup d'investisseurs sont prêts à acheter des crédits carbone pour atteindre les trajectoires Net-Zero émission d'ici à

2030-2040. Il y a des initiatives prises par les grands fonds sur ces sujets. Il y a énormément de reforestation à réaliser ; un vrai champ d'investigation et d'investissement de la part des acteurs de l'infrastructure avec des impacts sociaux très importants. Enfin, il y a le sujet du réchauffement climatique avec des phénomènes extrêmes de variations significatives des températures, d'inondations ou des phénomènes de vent qui viennent modifier et peser sur les trajectoires de l'éolien onshore comme offshore. Il y a un vrai sujet à cerner et à accompagner pour ne pas faire forcément le prix le moins élevé pour s'assurer que les projets puissent être résilients face à ses agressions

climatiques. Ces 2 problématiques viennent s'inviter et s'ajouter à ceux de la crise.

Alexis A. Hojabr, White & Case : Je suis 100% d'accord. Nous venons de travailler avec GreenYellow et nous observons que les plus gros deals de l'année concernent le renouvelable. Les investisseurs sont là. Mais pour aider à la concrétisation de ces opérations, il est important aussi de rationaliser et de simplifier les règlements. Ce n'est pas toujours 100% cohérent. Je crois qu'il y a beaucoup à faire et nous pourrions hériter des bonnes leçons du digital notamment en matière de subventions. Dans ce secteur il y a beaucoup à faire que ce soit en amont, en aval, ou dans le stockage. Je pense que nous avons 50 ans d'investissement devant nous.

Marion Calcine, Ardian : En effet, pour que le renouvelable se substitue, à terme, à la production d'électricité d'origine fossile, il faut investir pour adapter la production à la consommation. De ce point de vue, il faut intégrer différentes technologies et développer des solutions de stockage, pour que la production renouvelable soit la plus stable possible et accessible au meilleur prix pour le client final. Il faut enfin que le producteur puisse arbitrer entre injecter son électricité dans le réseau ou la stocker. Pour tout cela, nous développons chez Ardian un outil digital avancé, Opta, permettant d'optimiser la production d'actifs renouvelables, et de mieux la prévoir.

Alexis A. Hojabr, White & Case : Un élément nouveau par rapport à tout ce que l'on vient de dire, c'est la pénurie qui montre la déshérence du secteur. Cette prise de conscience qu'il y a des fractures de réalité comme le nucléaire. Avant l'hydrogène, faisons ce que nous savons faire. Et pour accéder à la transition énergétique, il faut quand même accompagner des infrastructures actuelles permettant de faire fonctionner l'économie, comme les réseaux de transport, les

raffineries,... Il ne faut pas oublier d'investir dans tout ce qui est réseau.

Marion Calcine, Ardian : Effectivement, il faut accompagner les actifs existants dans la transition énergétique. L'un de nos actifs, Géosel, est le premier site de stockage d'hydrocarbures liquides en France et le deuxième en Europe par la taille. Géosel propose une solution de stockage en cavité saline compétitive et respectueuse de l'environnement. Nous prévoyons d'installer des panneaux solaires flottants sur les étendues d'eau salée pour, à terme, éventuellement installer une production locale d'hydrogène. C'est une transformation importante de l'activité requérant des investissements importants mais nécessaires à la pérennité de l'actif sur le long terme. Si l'on continue à investir dans les énergies fossiles, il faut le faire avec un véritable plan de transformation des actifs. En l'occurrence, l'approvisionnement en gaz de l'Europe demeure à ce jour nécessaire. Nous ne pouvons pas nous en passer du jour au lendemain, sans cette phase bien nommée de « transition ».

Ilham Djehaich, Altitude Infra : J'ai écouté avec attention ce qui a été dit. Les coûts de l'énergie pour Altitude Infra sont certes importants mais ne représentent que 3% de nos charges. Donc l'augmentation, même importante, a très peu d'impact sur l'entreprise. Dans ce qui a été abordé, deux sujets m'ont particulièrement intéressés. Premièrement, la résilience et la pérennité. Comment fait-on pour que les infrastructures essentielles résistent à tous les imprévus de demain ? L'une des approches est de regarder ce qui se fait dans les autres secteurs. Comme cela se fait ailleurs, nous devons utiliser l'analyse prédictive et l'Intelligence Artificielle par la data. Nous pouvons nous en inspirer pour les réseaux de fibre optique, pour en assurer l'exploitation et avoir la capacité d'anticiper, la

data est une évidence, ne serait-ce que pour faire face aux répercussions des aléas climatiques sur les réseaux. L'enfouissement des réseaux peut également être une des solutions, mais sur cette solution représente un coût conséquent qui devra être porté par l'ensemble des acteurs de l'infrastructure. Deuxièmement, l'infrastructure que nous construisons est celle de demain, celle qui portera les usages dont certains n'existent pas encore. En tant qu'opérateur d'infrastructure, nous devons aussi être capable de développer et d'anticiper les usages. Exemple : quand on fait des expérimentations sur le cuivre, bon nombre de services annexes passent par le cuivre, nous devons aussi apporter des solutions sur ce point.

Alexis A. Hojabr, White & Case : Pour aller dans votre sens. Je pense aussi que la souveraineté étatique inclut les télécoms. Au-delà de la transition économique, c'est une classe d'actifs qui va pleinement profiter de l'essor des investissements souverains.

C'est-à-dire des investissements effectués en faveur du développement et de la protection de la souveraineté européenne. Il s'agit d'un enjeu majeur des prochaines années et pas uniquement en matière énergétique.

Marion Calcine, Ardian : Je pense que les infrastructures de demain seront plus intégrées (des réseaux de transport qui seront aussi producteurs d'énergie par l'installation de panneaux solaires, par exemple) et plus digitalisées, c'est-à-dire équipées d'outils digitaux (comme Air Carbon que nous développons avec nos aéroports), permettant d'améliorer leur performance et de mieux mesurer leur décarbonation. Je crois aussi que les besoins d'investissements en transports, quelque peu relégués au second plan pendant le Covid, redeviendront centraux.

Marie-Laure Mazaud, STOA : On voit beaucoup de sujets de transport



émerger dans les grandes métropoles qui connaissent une croissance démographique exponentielle qui n'est pas facile à gérer et à appréhender. On regarde des sujets de type BRT (Bus à Haut Niveau de Services ou BHNS) comme on a pu le voir se développer avec succès à Bogota en Colombie, et désormais sur le continent africain aux rangs desquels STOA figure. La difficulté dans ces projets, c'est de faire coexister ce type de transports en commun avec les usages d'aujourd'hui. En Afrique, il y a des services très peu capacitaires. Et donc une économie artisanale et informelle qui a beaucoup de ramifications et qu'il faut intégrer dans le dispositif.

MdA : Comment gère-t-on cette superposition avec des moyens de transport en commun plus capacitaires de type ferroviaire ?

Marie-Laure Mazaud, STOA : En Amérique latine, cela a été bien pensé dès le départ et c'est plus simple. Nous intervenons ainsi au Brésil sur la construction de la ligne 6 dite Orange du métro de Sao Paulo qui représente un investissement de près de 3 Md€, subventionné à hauteur de 50% sur la

partie infrastructure et bénéficiant d'un dispositif sur l'exploitation qui limite le risque trafic porté par le secteur privé. C'est vraiment une équation qui a été pensée pour que cela fonctionne. L'Etat de Sao Paulo a créé un système de mise en commun des moyens et des revenus très bien fait et équilibré. Avec une urbanisation galopante, on va voir des solutions capacitaires se développer à la fois très structurantes et indispensables, aux côtés d'initiatives plus ciblées, privées et plus petites.. En Afrique de l'Ouest, on voit déjà l'émergence de motos électriques qui devraient répondre aux besoins des populations pour se déplacer dans les grandes villes à un coût raisonnable et de façon plus propre. Et éviter d'être dépendant des énergies fossiles car l'accès à la pompe n'a pas été simple ces dernières semaines, avec des pénuries subies et des substitutions plus difficiles à mettre en place.

MdA : Laurent. Vous voulez réagir sur les tendances ?

Laurent Chabot, Société Générale CIB : Oui je voudrais revenir sur l'interaction et la porosité entre les différents secteurs, entre les secteurs

traditionnels et l'énergie. La question est par exemple de savoir si l'aérien va retrouver la croissance d'avant covid ? En terme de trend de croissance, cela va dépendre du développement des carburants durables. Si on parle de transport terrestre et des voitures électriques, on pense que cela va représenter entre 5 et 10% de la demande d'électricité en 2030. Mais que pour que cela fonctionne, il faudra alimenter les batteries et avoir les infrastructures correspondantes, avec une intégration des bornes dans la gestion du smart grid. Les secteurs sont interconnectés. Il y a aussi la limite entre PE et l'investissement en Infrastructure qui est assez fluctuante notamment dans les infrastructures sociales, qui étaient plutôt regardées comme du private equity. Prenons l'exemple de l'imagerie médicale et la radiologie, ce n'est pas si simple. On ne peut plus réfléchir comme sur un secteur figé.

MdA : Roger, en tant qu'investisseur institutionnel comment expliquez vous cette différence de lecture concernant un actif ? Concrètement quelle est la frontière entre Private Equity et Infrastructure ?

Roger Caniard, MACSF : La différence tient surtout dans les TRI attendus. Quand on a la chance d'attirer un fonds d'infrastructure sur un sujet investi au départ dans un fonds de private equity, en réalité cela permet surtout de vendre plus cher son actif.

Alexis A. Hojabr, White & Case : Mais est-ce toujours la réalité en ce moment ?

Roger Caniard, MACSF : Il y a encore peu de temps c'était encore vrai si j'en crois les récentes opérations de sorties.

Marion Calcine, Ardian : Pour moi, tout dépend du caractère résilient de l'actif, de l'indexation à l'inflation qui va permettre de délivrer les performances attendues.

Roger Caniard, MACSF : Oui mais cela ne marche que si l'objectif de TRI moindre correspondant à un risque moindre également. Si l'actif n'est pas dé-risqué, cela ne marche pas.

Marie-Laure Mazaud, STOA : Il y a une différence entre l'infra régulée avec des PPP qui ont des caractéristiques assez proches dans les secteurs des ENR et du transport, et les projets télécoms ou liés à l'énergie distribuée où on réinvestit massivement les cash-flows opérationnels pour faire grossir et créer un acteur capacitaire ou une plateforme dédiée. Dans cette logique, le TRI se fait en sortie par le biais d'un multiple. Les sujets que l'on regarde aujourd'hui dans l'éducation, la santé; ou même les télécoms ne génèrent que peu ou pas de yield dans les business models. Ce sont des sujets où l'on va sortir plus vite que ce que notre ADN basé plutôt sur des longues détentions induit : c'est assumé et bien intégré. Il y a des effets d'échelle dans les opérations exposées au risque de marché auxquels il faut être prêt à faire face.

Alexis A. Hojabr, White & Case : Pour revenir sur ce que dit Laurent, il y a une

espèce de contagion du Private Equity et de l'infrastructure, notamment dans la structuration des deals et les modes de rémunérations des managers. Il y a dix ans, les *management packages* n'étaient pas un sujet. Aujourd'hui, les modèles sont assez proches. On ne peut envisager de gagner une enchère si on ne prévoit pas un *management package* comparable à ceux que l'on trouve en capital transmission.

Marie-Laure Mazaud, STOA : Je pense que dans les infrastructures, quand on était dans le core infra, on était "opco light" au départ. On a toutefois développé des usages et commencé à inclure plus de services dans les business plans. On a demandé aux équipes opérationnelles dans les participations toujours plus et de trouver des opportunités d'acquisition pour faire grossir l'actif de base. Et puis on s'est rendu compte que cette classe d'actifs pouvait développer de nouveaux usages. On est amené à rendre cette classe d'actifs plus opérationnelle et plus corporate.

Alexis A. Hojabr, White & Case : Finalement l'approche est devenue plus corporate que projet.

Ilham Djehaich, Altitude Infra : Au-delà des investissements, nous avons créé un fonds de soutien de 15 M€ pour les usages numériques. Altitude Infra finance et financera toute opportunité, toute initiative locale qui a trait au numérique. Nous avons créé les fibres d'or qui financent des projets innovants. Par exemple, nous avons financé le développement d'un logiciel guide pour découvrir les lieux touristiques, ou encore, accompagner les petites communes dans leur transformation digitale. Nous finançons également la mise à disposition de tablette et une étude sur les data centers verts. Nous sommes un acteur de l'infrastructure, nous devons intervenir sur les territoires et financer les initiatives sans cadre restrictif.

MdA : Altitude Infrastructure, on l'a vu, a connu une croissance exponentielle ces dernières années, pour les 3 années à venir, votre stratégie de croissance est-elle aussi ambitieuse malgré l'environnement ?

Ilham Djehaich, Altitude Infra : Notre croissance est bien gérée. Chez Altitude Infra, on reste focalisé sur nos équipes. Nous parlons d'argent, de fonds mais il y a surtout des femmes et des hommes qui ont fait et font le succès de l'entreprise. C'est extrêmement important. Il y a aussi les outils. Notre société a été créée par des informaticiens, cet ADN est extrêmement fort au sein de l'entreprise. Nous avons toujours créé nos propres outils. ODIN en est un exemple, il permet la gestion de l'ensemble de nos chantiers à tout point du territoire national. Le logiciel IRRIS nous permet quant à lui de les exploiter. Sur la stratégie du groupe Altitude, elle est extrêmement claire : Nous avons trois activités phares, 95% de notre activité est dans les télécoms. La 1ere activité est dédiée à l'infrastructure FTTH, la 2e est le BtoB avec des rachats successifs. Le groupe prend une part importante sur ce marché. Que ce soit avec le rachat de Covage ce qui lui assure un panel sur les services, que sur des rachats successifs sur la partie BtoB. Le 3^{ème} est sur les services avec Linkt, l'opérateur du groupe. Aujourd'hui nous sommes l'opérateur le plus choisi par les collectivités locales et le 3e opérateur BtoB à l'échelle du pays.

Alexis A. Hojabr, White & Case : Sur ce vous dites d'un marché FTTH est un marché mature mais n'est pas saturé et il y a encore des opportunités de croissance. Il y a plus de choses à faire sur le BtoB car c'est un marché moins mature. Il y a des choses à faire tant au niveau des opérateurs et investisseurs, qu'au niveau des régulateurs.■