

27 Avril  
2023



Chez Vauban Infrastructure Partners 16-18 Rue du 4 septembre, 75002 Paris

# LES RENCONTRES D'EXPERTS

Infrastructure



## L'INFRASTRUCTURE, SUSTAINABLE PAR NATURE



Projets de long terme, les infrastructures sont construites naturellement avec un objectif de durabilité. L'accélération de l'ESG et de l'impact depuis deux ans n'aura fait que renforcer l'intérêt des investisseurs institutionnels séduits par cette approche, créatrice de valeurs. Les levées de fonds ont encore fortement progressé à 162 Md\$ en 2022. Dans cet environnement d'inflation et d'incertitude économique grandissante, l'infrastructure a clairement fait figure de refuge. Mais pour continuer à générer de la valeur financière et extra financière, les acteurs doivent repenser leur modèle de développement en intégrant toujours plus de digital et d'ESG. Huit acteurs clés du marché reviennent pour nous sur les enjeux présents et à venir de cette industrie toujours plus essentielle à notre économie.

**MdA : je vous propose de revenir sur les faits marquants de la fin 2022 et début 2023. Comment vivez-vous cette période 2023 ? Quels secteurs ont les faveurs des investisseurs et sur quelles zones géographiques ?**

**Vincent Menager, InfraVia :** Il est vrai que la dynamique de l'infrastructure a été incroyable en 2022 et même si nous avons senti en fin d'année un léger ralentissement. Nous nous

attendons à ce que ce ralentissement perde en 2023 le temps que le marché digère proprement les volumes de 2021 et 2022 et que les banques rechargent leurs capacités bilantielles. Il faut sans doute que les attentes « bid/ask » se rééquilibrent pour refléter l'impact de la hausse des taux et du renchérissement du capital – que ce soit sur la dette ou l'equity. Cette période doit aussi nous permettre d'explorer de nouvelles thématiques. Pour 2023, le focus

d'InfraVia va se porter sur l'énergie. Il y a un 'deal flow' très fourni avec des sociétés cependant qui ont des modèles d'affaire plus ou moins matures, allant d'actifs renouvelables opérationnels à des plateformes de développement sur de nouvelles technos comme l'hydrogène, les batteries, les e-fuels ou le carbon capture. Ce que l'on constate, c'est que certaines situations sont difficilement adressables par la classe d'actifs infrastructure. Donc il faut

### Vincent Ménager

► Vincent est directeur d'investissement au sein de l'équipe infrastructure d'InfraVia et siège à son comité d'investissement. Vincent a été impliqué en tant que conseiller ou investisseur dans de nombreuses transactions à travers des secteurs divers et des pays européens. Curieux et ouvert aux nouvelles idées, il aime travailler sur de nouveaux thèmes d'investissement et explorer de nouveaux secteurs comme le recyclage, la mobilité électrique et la transition énergétique.

► InfraVia est une société de capital-investissement européenne indépendante, spécialisée dans les investissements dans les infrastructures et la technologie. InfraVia accompagne les entrepreneurs et les entreprises dans leur parcours de croissance et les aide à se transformer en plateformes de premier plan. Depuis 2008, InfraVia a levé 10 milliards d'euros de capitaux et a investi dans plus de 50 entreprises à travers 13 pays européens. InfraVia a également récemment annoncé le lancement d'un fonds dédié aux métaux critiques à la transition énergétique avec une taille cible de 2Mds€.



faire attention et rester disciplinés. Enfin chez InfraVia, on aime aussi les infrastructures de santé, qui sont portées par une très forte demande mais qui font également face à certains challenges et notamment l'inflation.

**Thibault Richon, Swen CP :** Je souscris à la vision de Vincent sur les secteurs. Très clairement l'appétit demeure tant côté equity que dette pour des actifs de qualité ayant les caractéristiques traditionnelles de l'infrastructure du point de vue de la protection au downside mais présentant aussi une vraie capacité à actionner des leviers de création de valeur opérationnels pour développer les actifs, les "plateformiser", les étendre en termes de scope géographique ou de chaîne de valeur. D'autre part, nous avons constaté en 2022 une forte montée en puissance de la prise de conscience écologique, qui s'est déployée sur l'ensemble des secteurs de l'infrastructure, qui reste porté par le nécessaire effort de

**“Pour 2023, le focus d'InfraVia va se porter sur l'énergie. Il y a un 'deal flow' très fourni avec des sociétés cependant qui ont des modèles d'affaire plus ou moins matures, allant d'actifs renouvelables opérationnels à des plateformes de développement sur de nouvelles technos comme l'hydrogène, les batteries, les e-fuels ou le carbon capture. Ce que l'on constate, c'est que certaines situations sont difficilement adressables par la classe d'actifs infrastructure.”**

*Vincent Ménager*

décarbonation de nos modèles. La question de la transition écologique et énergétique est clé. L'accès à l'énergie est un enjeu central pour beaucoup de secteurs, dans les télécoms comme dans les bornes de recharge de véhicules électriques par exemple. On voit que les investisseurs sont montés en puissance pour comprendre les impacts extra-financiers de leurs investissements. Au-delà de la décarbonation, l'infrastructure en tant que classe d'actifs reste portée par des tendances lourdes (digitalisation, démographie, et nécessaire recours aux financements privés) qui ont vu 2022 marquer un record en termes de levée de fonds ; on était jusqu'ici autour de 120 Md\$ levés par an et on est passé à 160 Md\$ en 2022. Certes, quelques gros fonds étaient dans le marché mais cela montre l'attrait et la pertinence de la classe d'actifs pour répondre aux grands enjeux de demain. On encourage les investisseurs institutionnels à se positionner davantage sur cette thématique pour avoir un rôle



### Thibault Richon

- Thibault Richon est Directeur des activités Infrastructure multi-stratégies et membre du Comex chez SWEN Capital Partners. Il débute sa carrière en 2006 en tant qu'analyste financier au sein du département Fusions & Acquisitions de Morgan Stanley à Paris et à Londres.
- En 2010, il rejoint le fonds de pension canadien OPTrust au sein du Private Markets Group (bureau de Londres), responsable d'investir et de gérer un portefeuille d'investissements directs et indirects dans les infrastructures et le capital-investissement. Thibault a ensuite rejoint SWEN Capital Partners en 2016 en tant que Directeur d'Investissement.
- Swen Capital Partners compte désormais une centaine de professionnels et gère près de 8 Md€ dans le non coté.

clé, "impactant" dans la transition énergétique.

**Pierre-François Dessard, Ardian :** On voit de plus en plus d'appétit chez les investisseurs malgré "l'effet dénominateur" que l'on observe depuis fin 2022, suite à la baisse de la valorisation des actifs cotés. La principale raison tient à la formidable résilience des actifs infrastructure. En 2022, nous avons observé des bouleversements macroéconomiques très importants avec le retour de l'inflation, une augmentation importante des taux d'intérêt, et des conditions économiques plus difficiles dans un contexte géopolitique incertain. Malgré cela, les actifs infrastructures ont joué leur rôle de valeur refuge. Chez Ardian, nous avons bâti un portefeuille d'infrastructures essentielles (transport, énergie et télécom) où 85% des revenus sont indexés à l'inflation et 70% sont régulés ou contractés. Par ailleurs, 75% de nos actifs sont financés à long terme à

taux fixe ou avec des instruments de couverture. Cette combinaison explique que notre portefeuille est peu sensible à la conjoncture économique et qu'il offre une bonne visibilité à nos investisseurs. Cette résilience de la classe d'actifs

**"Nous avons constaté en 2022 une forte montée en puissance de la prise de conscience écologique, qui s'est déployée sur l'ensemble des secteurs de l'infrastructure, qui reste porté par le nécessaire effort de décarbonation de nos modèles. D'autres grandes tendances soutiennent l'infrastructure en tant que classe d'actifs."**

*Thibault Richon*

explique également que le marché de la dette ne s'est pas complètement fermé comme pour d'autres classes d'actifs. Notre expérience c'est qu'en 2022 nous avons été en mesure de lever de la dette, y compris pour des transactions importantes nécessitant de l'underwriting.

**MdA : Cela s'explique aussi peut-être par le fait que ces financements portaient sur des actifs premium ?**

**Pierre-François Dessard, Ardian :** Oui. C'étaient des actifs de qualité. Nous avons observé une plus grande sélectivité des prêteurs sur les actifs et les secteurs mais aussi sur les sponsors, avec une nette préférence pour soutenir des fonds qui ont établis des relations bancaires stables.

**MdA : Et quelle est la dynamique 2023...**

**Pierre-François Dessard, Ardian :** Je ne pense pas que l'accès au financement modifiera

### Pierre-François Dessard

- Pierre-François est directeur d'investissement dans l'équipe infrastructure d'Ardian, au sein de laquelle il couvre plus particulièrement le secteur de l'énergie.
- Il siège notamment au conseil de surveillance des participations GreenYellow, Nevel, Andberg Vind et Lakiakangas.
- Avant de rejoindre Ardian en 2017, il a participé à de nombreuses transactions dans le secteur de l'énergie, en Europe et en Amérique, au sein des équipes de Macquarie Capital à New York et EIG Global Energy Partners à Londres.
- Ardian est l'un des pionniers de l'investissement dans les infrastructures essentielles, avec 24 milliards de dollars d'actifs sous gestion et un historique de près de 20 ans. L'équipe d'investissement compte plus de 60 professionnels en Europe et en Amérique, et a investi plus de 10 milliard de dollars au cours des cinq dernières années.



fondamentalement les dynamiques de marché en 2023, même s'il est possible que certaines transactions mettront plus de temps à se concrétiser. Au contraire, l'environnement financier plus contraint devrait entraîner un certain nombre d'opportunités dans un contexte où les besoins d'investissement sont colossaux, particulièrement dans la transition énergétique et les télécoms. On observe une tendance claire chez les industriels et les entités publiques à faire appel à des capitaux privés pour financer des plans de développement, ce qui leur permet de réduire leur endettement tout en se recentrant sur leur cœur de métier. Plus de la moitié des actifs de notre dernier fonds sont des carve-out ou des privatisations, nous avons développé une vraie expertise sur le sujet.

**Vincent Menager, Infravia :** De notre côté, on s'attend aussi à une consolidation des infrastructures de fibre. Il y a des marchés très fragmentés au UK et Allemagne ou

les petits acteurs n'ont pas la taille critique et peuvent se retrouver

**"Chez Ardian, nous avons bâti un portefeuille d'infrastructures essentielles (transport, énergie et telecom) où 85% des revenus sont indexés à l'inflation et 70% sont régulés ou contractés. Par ailleurs, 75% de nos actifs sont financés à long terme à taux fixe ou avec des instruments de couverture. Cette combinaison explique que notre portefeuille est peu sensible à la conjoncture économique et qu'il offre une bonne visibilité à nos investisseurs."**

*Pierre-François Dessard*

piégés car la fibre est un business où il faut une taille critique pour fournir des services aux opérateurs. En bref, il faut un anchor tenant.

**Thibault Richon, Swen CP :** Concernant les financements, les taux d'intérêt nominaux ont augmenté, tout comme l'inflation. Les taux d'intérêt réels restent finalement négatifs ou proches de zéro. A partir du moment où les actifs ont cette bonne capacité à répercuter l'inflation, le surcoût financier semble absorbable.

**Daria Litvinova, Vauban IP :** Oui c'est vrai même si ce n'est pas automatique de pouvoir répercuter l'inflation. « Le diable est dans les détails », évidemment pas tous les actifs sont capables de passer parfaitement l'inflation automatiquement. De notre côté, pour rassurer nos investisseurs mais aussi pour évaluer la réalité, nous avons réalisé une analyse détaillée sur tous les actifs dans nos portefeuilles



### Daria Litvinova

- Daria Litvinova, est Responsable des relations investisseurs et associée chez Vauban Infrastructure Partners. Elle est également membre du Comité Exécutif de Vauban.
- Daria a rejoint Vauban en 2019 pour établir la fonction de relations investisseurs. Elle est responsable du processus de levée de fonds et de la gestion de la relation client. Elle est également en charge des activités de marketing et de communication de l'entreprise. Daria dirige le département des relations investisseurs de Vauban qui suit plus de 100 investisseurs institutionnels dans le monde à travers 7 fonds levés représentant 8,2 milliards d'euros.
- Avant de rejoindre Vauban, Daria a occupé plusieurs postes chez Iinvest Partners (Eurazeo), Société Générale et Honeywell International, où elle a été impliquée dans de nombreux projets dédiés à la banque d'investissement, à la gestion d'actifs et au capital investissement.

pour analyser les sensibilités des portefeuilles à une inflation élevée, à une hausse des taux d'intérêt et potentiellement à une récession et à une baisse de PIB. Nous constatons, que plus de 91% des actifs dans nos portefeuilles ont un mécanisme qui permet de passer l'inflation, tandis que l'impact de la hausse des taux d'intérêt a un impact très modéré sur le portefeuille grâce à notre approche de financements à long terme swappé à taux fixe. Nous constatons donc un impact positif sur la performance de nos portefeuilles. Néanmoins, nous constatons aussi que même en dépit du droit et de la capacité parfois contractuels de passer l'inflation et d'augmenter les tarifs, dans certains cas, cette approche doit être appliquée avec prudence pour ne pas compromettre la "social licence to operate". En tant qu'un investisseur de long terme nous prenons en compte très sérieusement chez Vauban la gestion des parties prenantes. Du point de vue du dealflow, le dealflow reste extrêmement fort dans

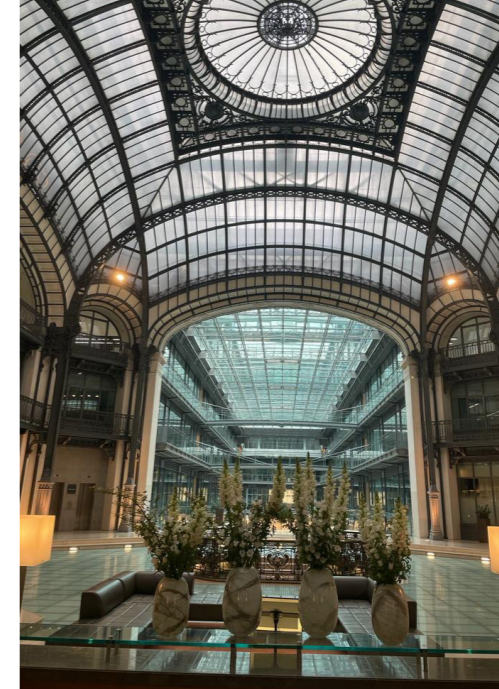
**“Dans le contexte macroéconomique actuel, Les LP's affichent leur préférence pour les stratégies et les secteurs où ils peuvent trouver une protection contre l'inflation, ainsi qu'une performance décorrélée du PIB et des cycles macroéconomiques. 91% des actifs dans les portefeuilles de Vauban ont un mécanisme d'indexation à l'inflation, tandis que l'impact de la hausse des taux d'intérêt a un impact très modéré grâce à notre approche de financement à long terme swappé à taux fixe”**

*Daria Litvinova*

l'environnement des infrastructures « core », notamment dans les secteurs de la transition énergétique et des infrastructures numériques, alimenté par l'agenda des gouvernements européens pour décarboner et numériser les infrastructures. Chez Vauban, nous avons déployé plus d'1,5 Md€ en 2022 avec une approche souvent bilatérale.

**MdA : Martine, vous voulez réagir sur le regard des investisseurs sur cette classe d'actifs et notamment la corrélation de cette classe d'actif au PNB et la protection face à l'inflation ?**

**Martine Legendre, responsable des investissements alternatifs d'Allianz France :** Première chose, il faut faire une différence entre l'Equity et la Dette même si ces deux instruments financent les mêmes actifs. Je partage ce que vous avez dit sur la résilience de l'infrastructure. Cependant les investisseurs institutionnels ont fait face à une





### Christian Jabre

- Arrivé chez KPMG en 2003, Christian est aujourd'hui associé Global Lead Infrastructure Development & Finance pour KPMG et responsable de l'activité Infrastructure pour KPMG Corporate Finance en France et en Afrique francophone. Il a conseillé un grand nombre de transactions impliquant les secteurs public et privé dans une trentaine de pays et différents secteurs. 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 diligences d'acquisition, de cession ou de refinancement et à l'amélioration des opérations.

année 2022 très difficile du fait d'une augmentation extrêmement rapide des taux. Une élévation des taux est supportable mais une augmentation rapide des taux l'est moins. Ce phénomène a déformé la composition des portefeuilles. Côté infrastructure Equity, l'investissement coûte cher en capital mais moins cher que d'autres classes d'actifs Equity tel que le Private Equity. En outre, il y a des incertitudes sur le comportement des assurés et où ils vont placer leur argent. Tout cela pénalise les investissements en Equity. S'agissant de la Dette, on peut distinguer les actifs Investment Grade des non Investment Grade. L'Investment Grade a l'avantage de coûter moins cher en capital et il procure de la durée quand le prêt ou l'obligation est à taux fixe, on en a donc toujours besoin dans nos portefeuilles. Le non Investment Grade, bien sûr cela coûte un peu plus cher mais globalement le "Risk Adjusted Return" est attractif. Certes, comme vous l'avez mis en avant il y a un vrai besoin d'investir

dans la transition énergétique et les infrastructures mais, on doit tenir

**“Au niveau international, on observe un fort investissement dans l'énergie sur le continent africain et au Moyen-Orient en particulier ; la dynamique est très forte.”**

*Christian Jabre*

compte du fait que les LPs sont plus contraints par les réglementations.

**Pierre-François Dessard, Ardian :** On a pu observer ces dernières années une certaine différenciation des stratégies d'investissement au sein de la classe d'actifs, allant du « super core » au « value-add », avec également des distinctions importantes en termes de secteurs

ou de régions recherchés. Chez Allianz, est-ce que vous avez une préférence pour certaines stratégies d'investissement ?

**Martine Legendre, Allianz France :** C'est vrai que l'on voit de plus en plus de fonds spécialisés dans le Renouvelable. Entre l'Infra Core et l'Infra type Private Equity, je ne pense pas qu'il faille choisir. Dans un portefeuille il est bon d'avoir les deux. Cela dépend aussi de la manière dont on investit. Si on fait de l'investissement en direct, la quotité de capital est allouée par notre Département des Risques, en revanche la charge en capital S&P demeure la même. Donc partant de là, on pourrait être tenté de dire que l'on a intérêt à faire de l'Infra Private Equity. Mais il faut aussi tenir compte du niveau de risque plus élevé.

**Thibault Richon, Swen CP :** Pour les investisseurs institutionnels, l'allocation en infrastructure est soumise à plusieurs paramètres :

### Geoffroy Berthon

- Geoffroy Berthon est Associé en droit public chez Orrick. Fort d'une expérience de plus de 13 ans en matière de projets d'infrastructures et d'énergie, il conseille régulièrement des opérateurs publics et privés, des entités gouvernementales et des institutions financières dans la réalisation de leurs opérations. Il est notamment intervenu 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, du Grand Paris Express, de l'extension en mer de la Principauté de Monaco ainsi sur plusieurs projets autoroutiers (A412, A69, RCEA, A88, A41, A150), portuaires (Calais, Cannes) et aéroportuaires (Nice, Lyon, Beauvais).
- En matière d'énergies renouvelables, il intervient aux côtés de l'Etat dans les appels d'offres relatifs à la réalisation des parcs éoliens en mer, posés et flottants. Il conseille également des opérateurs, dans la réalisation de projets de biomasse et de géothermie, ainsi que des investisseurs dans le cadre d'opérations « M&A » portant sur des actifs éoliens et solaires ou encore en matière de méthanisation.



risque, performance, durabilité et contraintes réglementaires - Solvabilité 2 pour les assureurs notamment. Pour rebondir sur ce que disait Pierre-François, il y a même en infra un « effet numérateur » tant les valorisations ont bien tenu, générant des surpondérations chez certains LPs.

**Martine Legendre, Allianz France :** Il y a certes l'effet dénominateur mais aussi la baisse des encours. Les acteurs qui faisaient des investissements "leveragés" avec des taux bas, ont perdu leur intérêt à investir ainsi. En outre, lorsque vous avez des livrets A qui offrent un taux à 3%, cela pose la question du choix du support de l'épargne. Enfin, l'environnement est plus contraint. Il n'y pas que "S2" mais aussi S&P.

**MdA : Justement, que pèse aujourd'hui l'infrastructure dans votre portefeuille au sein d'Allianz ? Et est-il possible/envisageable que cette allocation progresse ?**

**Martine Legendre, Allianz France :** Cela peut aller jusqu'à 4% en Dette

**“Ce que l'on constate aussi, et je dirais même surtout, c'est un très fort développement des transactions dans le domaine de l'énergie à la fois en greenfield et en brownfield. Dans le domaine du greenfield, l'enjeu est de réussir à développer les projets en les rendant acceptables pour les citoyens et l'écosystème à proximité.”**

*Geoffroy Berthon*

Infrastructure et en Infrastructure Equity, on est plutôt à 1.5%. Au cours des dernières années, la Dette Infrastructure a beaucoup monté

dans les portefeuilles et devrait rester à ce niveau. En infra equity, on n'a pas de possibilité infinie compte tenu du coût en capital.

**MdA : Daria, vous souhaitez réagir ?**

**Daria Litvinova, Vauban IP :** Il est vrai que l'année dernière en 2022 nous avons découvert une nouvelle réalité et un nouvel environnement macroéconomique avec des taux d'intérêt en hausse et une inflation élevée. En conséquence, la forte baisse des marchés publics a fait subir à plusieurs investisseurs un "effet dénominateur" où certains d'entre eux se retrouvent temporairement sur-alloués aux marchés privés. Cette année 2023, du point de vue de l'allocation, la classe d'actifs d'infrastructure reste une classe d'actifs très recherchée par les investisseurs. Dans le contexte macroéconomique actuel, les investisseurs affichent clairement leur préférence pour les stratégies



et les secteurs où ils peuvent voir la protection contre l'inflation, ainsi que la performance décorrélée du PIB et des cycles macroéconomiques. Historiquement, ce « safe heaven » naturel est l'infrastructure « core », où les investisseurs peuvent obtenir toutes les caractéristiques défensives demandées grâce à des contrats d'off-take à long terme, des actifs régulés, des situations monopolistiques et

aussi des mécanismes de protection contre l'inflation.

**Vincent Menager, Infravia :** On n'est pas en levée mais ce que l'on entend, c'est que les levées de fonds sont plus longues que prévues, mais qu'in fine les sociétés de gestions, avec un bon track, atteignent leurs objectifs. On a aussi entendu que la hausse des taux d'intérêts pourrait

potentiellement compliquer la levée des fonds core, mais je ne suis pas le mieux placé pour en parler.

**Daria Litvinova, Vauban IP :** Je suis d'accord, cela prend plus de temps. Par contre, je suis en désaccord sur les performances attendues du Core Infra. Au contraire, les investisseurs manifestent actuellement un appétit très élevé pour les infrastructures « core ». Tout d'abord, l'infrastructure « core » est toujours considérée par les investisseurs comme un « safe heaven », et les investisseurs manifestent en période de turbulences sur les marchés une préférence pour les classes d'actifs où ils peuvent trouver une protection à la baisse. Deuxièmement, les infrastructures « core », restant des actifs dérisqués, génèrent désormais un rendement plus attractif pour les investisseurs grâce à leurs revenus indexés sur l'inflation et leur financement à taux fixe (les marges d'EBITDA augmentent sur tous nos actifs). Enfin, il s'agit aussi d'une capacité



des gestionnaires de fonds à revaloriser adéquatement les nouvelles acquisitions. Chez Vauban, pour le nouveau portefeuille de notre fond actuel, en cours de déploiement et les nouvelles transactions, nous avons revalorisé tous nos actifs. L'exemple pourrait être par exemple une super transaction que nous avons réalisée l'année dernière en établissant une JV avec Telefonica en Espagne pour financer la fibre dans les zones rurales du pays. Cette opération a été réalisée à un prix très attractif et avec un excellent rendement pour nos investisseurs.

**Vincent Menager, Infravia :** C'est un peu cela mon propos. Faire du « super core », à 5 ou 6% de rendement avec les taux qui ont augmenté cela devient plus compliqué.

**Daria Litvinova, Vauban IP :** Je suis d'accord que le concept de « super core » était un peu marketing mais les vrais acteurs core, capables de créer de la valeur sont très recherchés aujourd'hui.

**Thibault Richon, Swen CP :** Cela dépend aussi de la maturité des investisseurs sur cette classe d'actifs et de l'enjeu stratégique de l'infrastructure dans leur construction de portefeuille. Vous avez sans doute raison tous les deux Daria et Vincent. On voit des investisseurs qui se positionnent sur des stratégies plus risquées dans cet environnement et d'autres au contraire sur des stratégies plus défensives. Ceux qui réallouent vers la dette (corpo, High Yield) peuvent cibler des performances similaires dans ce nouvel environnement de taux mais attention à la perte de protection offerte par l'infrastructure.

**Daria Litvinova, Vauban IP :** C'est exactement ce que l'on entend de nos investisseurs. Pour moi il y a de



la place pour ces différentes stratégies Core et Value Add.

**MdA :** Et côté conseil, comment vivez-vous cette période? **Orrick intervient en infrastructure green et brown field depuis plusieurs décennies.**

**Geoffroy Berthon, Orrick :** Pour ce qui est du bilan de l'avocat, nous pouvons distinguer les grandes infrastructures classiques et les projets énergétiques. S'agissant des grandes infrastructures classiques, nous voyons en France notamment quelques projets d'autoroutes,

d'aéroports et des projets ferroviaires du fait de l'ouverture à la concurrence du secteur. Globalement, nous sommes quand même assez loin de ce qui pouvait exister il y a une dizaine ou une quinzaine d'années s'agissant des grands projets de construction d'infrastructures. Ce que l'on voit surtout, sur ces infrastructures classiques, c'est la nécessité de développer des projets décarbonés, qui soient « green » et qui s'inscrivent durablement dans le temps. Cela vaut par exemple pour les aéroports, alors qu'il s'agit par essence d'une infrastructure difficile à décarboner. Nous voyons ainsi des restrictions





environnementales significatives, qui complexifient l'investissement et le financement mais rendent les projets plus vertueux. De manière générale, il y a donc toujours des projets de nouvelles infrastructures "classiques", mais moins que par le passé. Reste que la trajectoire est assez constante : il est nécessaire qu'il s'agisse de projets compatibles avec leur environnement, au sens large, pas seulement pour ce qui concerne l'écologie mais aussi compatibles avec les attentes des personnes vivant à côté de ces infrastructures. Cela vaut aussi pour la route et l'autoroute. La décarbonation de la route est un sujet essentiel avec l'implantation massive de bornes de recharge électrique. Ce que l'on constate aussi, et je dirais même surtout, c'est un très fort développement des transactions dans le domaine de l'énergie à la fois en greenfield et en brownfield. En greenfield, nous intervenons beaucoup en matière d'éolien en mer. Dans ce domaine, l'enjeu est de réussir à développer les projets en les rendant acceptables pour les citoyens et l'écosystème à proximité. Par ailleurs, l'année passée, nous avons travaillé sur la cession par Casino de GreenYellow à Ardian. Ce dossier est assez

intéressant en tant qu'illustration des tendances de la période actuelle. Green Yellow propose aux entreprises de les accompagner dans leur transition énergétique depuis l'accès à l'énergie verte à coût réduit jusqu'à l'optimisation de leur consommation énergétique. Autre tendance récente, l'accélération du biogaz, secteur dont on sent qu'il peut être dynamique. De façon plus générale, nous constatons que les priorités du gouvernement vont aujourd'hui vers l'énergie. Une loi d'accélération de la production des énergies renouvelables est récemment entrée en vigueur. Une autre est en préparation sur la réindustrialisation verte du pays. Il y a également le rapport du conseil d'orientation des infrastructures paru il y a quelques semaines. Et il est intéressant de constater que ce rapport comprend un scénario de "planification écologique" en matière de trajectoire du développement des infrastructures. Du côté d'Orrick, nous nous efforçons ainsi de rester positionnés sur les infrastructures historiques tout en étant très actifs sur le deal flow de l'énergie. Ce qui a contribué à faire évoluer notre notion classique d'"infrastructure".

**MdA : Christian vous êtes sur toutes les infrastructures chez KPMG et sur toutes les géographies...quelles sont les dynamiques observées ?**

**Christian Jabre, KPMG :** En ce qui concerne le Brownfield, je suis en phase avec ce qui a été dit. Beaucoup de fonds restent concentrés sur une même géographie et sur certains actifs, avec une forte appétence pour les mêmes actifs. Nous n'avons pas vu de baisse de valorisation mais la prise de risque dans le BP et la croissance des actifs me semblent plus élevées que ce que l'on voyait il y a quelques années. Au niveau international, on observe un fort investissement dans l'énergie sur le continent africain et au Moyen-Orient en particulier ; la dynamique est très forte. Certes, c'est en contradiction avec le mouvement de repli qui tend à chercher la sécurité mais les investisseurs répondent malgré tout présents, avec un besoin néanmoins d'investisseurs en phase de développement. Bien que ce soient des transactions qui prennent du temps, elles bénéficient usuellement de garanties qui les sécurisent. Nous vivons aussi un fort intérêt pour l'hydrogène vert, avec de très nombreuses initiatives

importantes en Afrique et au Moyen-Orient de projets à plusieurs milliards de dollars. La filière hydrogène se structure aujourd'hui avec la recherche de modèle économique. Outre ces sujets, deux autres tendances émergent.

Premièrement, tout ce qui est en liaison avec la gestion de l'eau, notamment sur le continent africain. Ce secteur est en plein essor et va s'amplifier en volume et s'étendre comme secteur de priorité dans d'autres zones géographiques. Enfin, je vais soulever un dernier point : l'ESG. Aujourd'hui les fonds et prêteurs se ruent sur les mêmes projets, qui cochent les mêmes critères avec, nous notons, un focus prioritaire sur le E de ESG. Mais beaucoup de projets rencontrent des problématiques de financement car ils ne répondent pas à toutes les attentes. Cela a pourtant du sens de reprendre des actifs et de les décarboner ou d'accompagner un secteur ou une industrie dans sa transition. Nous n'avons pas encore vu d'importantes prises de positions en ce sens de la part de fonds ou de prêteurs. Cela étant les fonds ont déjà un enjeu ESG sur leurs investissements actuels : quels investissements faire pour les rendre attractifs et pouvoir mieux les valoriser à terme.

**Vincent Menager, Infravia :** Jereviens sur les sujets de décarbonation : sujet fondamental pour la transition énergétique, qui requiert beaucoup d'investissements. Concernant son financement, on s'est rendu compte qu'il y a beaucoup de projets qui sont encore très en amont et intéressent des typologies d'investisseurs variés : le Venture, l'Infra, le Growth Capital. Et tous n'ont pas forcément les moyens de mener les projets à leur terme au vu des besoins en fonds propres. Pour rebondir sur ce que disait Christian sur les financements bancaires, effectivement, certains



projets sont trop en amont pour être financés par de la dette bancaire. On le voit sur la mobilité électrique par exemple, mettre du financement c'est compliqué. Il faut attendre une certaine position de marché pour obtenir des financements bancaires.

**Pierre-François Dessard, Ardian :** J'ajouterai que pour approcher certains secteurs spécifiques, on a besoin d'avoir une vraie expertise industrielle. Chez Ardian, nous avons constitué un réseau d'Operating Partners qui nous aident à mettre en place des plans de transformation

ambitieux et à créer de la valeur pendant la durée de détention grâce à leur excellente connaissance sectorielle. Par exemple, dans le secteur des renouvelables, le marché a rapidement évolué et nous sommes passés de projets très sécurisés avec des contrats long-terme garantis par les gouvernements à des projets commercialement plus complexes, dans lesquelles il est important d'appréhender plus finement le risque de marché et l'intermittence inhérente aux actifs renouvelables. Or chaque marché étant différent, il est important d'avoir des équipes





### Martine Legendre

➤ Martine Legendre est responsable des Investissements Alternatifs chez Allianz France depuis plus de 16 ans. Le périmètre couvert comprend les actifs non cotés tels que Private Equity, Private Debt, Infrastructure Debt et Equity, Energie Renouvelable et Forêts. Elle développe activement les portefeuilles pour leur apporter diversification et rendement avec des focus comme l'ancrage territorial, le soutien à l'écosystème français du Private Equity, la transition énergétique, la biodiversité et l'impact. Elle contribue également à structurer des UC adossées aux actifs non cotés pour les mettre à dispositions des clients d'Allianz. Les investissements en Infrastructure y.c. énergies renouvelables représentent environ 6 à 7% des actifs des portefeuilles d'actifs généraux.

➤ Martine a occupé plusieurs autres postes au sein du groupe Allianz notamment en réhaussement de crédit et en transfert alternatif et traditionnel de risque d'assurance et financier. Auparavant elle a travaillé 10 ans au Crédit Foncier de France au sein du Service des professionnels dédié aux crédits immobiliers. Elle a commencé sa carrière à la Banque de France où elle a été en charge durant 5 ans de l'analyse financière des sociétés adhérentes à la Centrale de Bilans.

locales sur place : nous avons ainsi des experts dans chaque région où nous sommes présents. Nous avons également développé en interne des outils digitaux qui centralisent les données de façon à optimiser au mieux la gestion opérationnelle de nos actifs renouvelables et à minimiser le risque "merchant".

A terme, nous avons l'ambition de gérer grâce au digital notre portefeuille de plus de 8GW d'actifs renouvelables de façon intégrée et en temps réel, afin de bénéficier à plein des effets d'échelle.

**MdA : Pour rebondir sur ce que disait Christian et notamment sur le fait que certains actifs ne cochent pas toutes les cases. Pourtant ce sont aussi des actifs sur lesquels il y a beaucoup à faire en matière d'ESG et de décarbonation... Pourtant, 69% des LPs pensent qu'une politique ESG forte conduira à de**

**“Les investisseurs institutionnels ont fait face à une année 2022 très difficile du fait d'une augmentation extrêmement rapide des taux. Une élévation des taux est supportable mais une augmentation rapide des taux l'est moins. Ce phénomène a déformé la composition des portefeuilles. Coté Infrastructure Equity, l'investissement coûte cher en capital mais moins cher que d'autres classes d'actifs Equity tel que le Private Equity.”**

*Martine Legendre*

**meilleures performances dans la durée dans leur portefeuille.**

**Daria Litvinova, Vauban IP :** Je suis d'accord avec Christian. Pour Vauban, l'ESG a toujours fait partie de notre ADN. Nous avons un solide ensemble d'exclusions dans nos politiques ESG, mais surtout, nous avons un fort état d'esprit de création de valeur grâce à la durabilité. Pour chaque actif, nous créons un ensemble de KPIs lors de l'acquisition que nous travaillons et améliorons pendant la phase de gestion des actifs. Nous sommes fermement convaincus que la prise en compte de la durabilité nous permet de créer une valeur supplémentaire pour les investisseurs. L'une des thématiques récentes les plus intéressantes que Vauban poursuivait par exemple était les investissements dans les secteurs des matériaux roulants ferroviaires, avec nos investissements récents dans



Aves One et Wascosa en Allemagne et en Suisse, dans le secteur de la gestion des déchets avec notre investissement dans Paprec, dans les transactions de chauffage urbain en Europe et aux États-Unis, ainsi que dans le domaine du smart metering en France avec Proxiserve, et bien d'autres. Toutes ces transactions ont une thèse ESG très forte et un objectif clair de transition énergétique et de décarbonisation de nos économies.

**Thibault Richon, Swen CP :** L'infrastructure, c'est du long terme ; même si certains doivent céder leurs actifs entre 6 et 10 ans, les investisseurs doivent prendre en compte un horizon d'investissement très long - incluant celui des éventuels futurs acheteurs - qui s'étale sur toute la durée de vie économique de l'actif. Pour limiter le risque d'actif échoué et préserver la valeur sur le long terme, nous encourageons donc très fortement nos partenaires d'investissement à évaluer finement le risque climatique : à la fois le risque physique, directement lié à l'intégrité physique des infrastructures face

aux phénomènes naturels, et le risque de transition, lié aux aspects réglementaires et réputationnels. C'est un pan à part entière de la due diligence et de la gestion d'actifs. Un des outils déployés chez SWEN dans cette optique est la Net Environmental Contribution : c'est une métrique scientifique et multicritères (carbone, qualité de l'air, qualité de l'eau, ressources/déchets et biodiversité) qui permet d'évaluer la compatibilité d'un actif sur son cycle de vie avec un monde bas carbone. En tant qu'investisseurs, cela nous permet de mieux flécher les capitaux et d'accompagner la transition des actifs dans leurs modèles pour les rendre « future-proof ». Et c'est là qu'en tant qu'investisseurs nous considérons l'ESG comme levier de création de valeur.

**Vincent Menager, Infravia :** L'ESG est un pilier chez InfraVia tant au niveau de l'investissement que sur le plan de création de valeur. La première étape, au moment de l'investissement, c'est de faire l'état des lieux pour s'assurer qu'on a les

bons indicateurs. On établit ensuite un plan de création de valeur, en prenant en considération, une amélioration du profil ESG de la société. Le plus compliqué c'est d'avoir accès aux bonnes données et de mettre en place des systèmes au sein des entreprises pour collecter ces données. C'est la clé pour le prochain cycle.

**Daria Litvinova, Vauban IP :** Nous avons les équipes et les outils. Il nous faut aussi avoir des données transparentes et fiables. Cette année, Vauban adopte une approche innovante en commençant à auditer notre performance ESG et extra financière (en plus des indicateurs de performance financière standard) par un auditeur indépendant. Ces rapports d'audit seront mis à la disposition de nos investisseurs. Nous pensons qu'il est extrêmement important d'être transparent et concret sur nos performances ESG, d'autant plus que chez Vauban, nous avons de plus en plus d'investisseurs qui investissent dans nos fonds via leurs compartiments d'allocation





durable. Pour eux et pour tous les autres, nous aimerions divulguer des données transparentes et fiables. C'est une innovation, à notre connaissance, aucun autre gestionnaire de fonds ne le fait encore.

**Pierre-François Dessard, Ardian :** Je partage totalement. Je reviens sur l'expertise sectorielle, qui est indispensable pour analyser et quantifier le potentiel de transformation d'une entreprise au moment de l'acquisition, et mettre en place un plan d'action



efficace. Par exemple, quand on a investi dans Nevel, une société finlandaise leader dans le domaine du chauffage urbain et des solutions énergétiques industrielles, nous avons dès le début, avec le soutien de nos Operating Partners, mis sur pied un plan industriel pour diviser par 4 les émissions. Aujourd'hui on est déjà -56% en deux ans. Autre exemple : nous avons accompagné la décarbonation de notre participation EWE, l'une des plus grandes sociétés de services publics d'Allemagne, en divisant par deux son intensité carbone en seulement trois ans, grâce à la fermeture d'une centrale charbon et en créant Alterric, désormais le premier opérateur d'éolien terrestre en Allemagne. Sans la compétence industrielle, nous n'aurions pas autant d'impact.

**Geoffroy Berthon, Orrick :** Pour réagir à ce que disait Thibault, il est clair qu'il est nécessaire d'anticiper l'impact environnemental du fonctionnement de l'infrastructure au moment de la conception et du financement du projet. Cela vaut par exemple pour les aéroports, où est en jeu une infrastructure existante que l'autorité concédante veut développer mais dont on sait qu'elle est susceptible de faire l'objet de restrictions de fonctionnement compte tenu de son impact environnemental. Il est donc nécessaire d'anticiper ce risque de façon raisonnable. L'exigence de durabilité s'applique aussi, par exemple, pour l'éolien en mer, où les infrastructures - en tout cas l'énergie qu'elles produisent - sont pourtant réputées durables. Cela n'empêche pas que certaines préfectures adoptent des mesures de bridage avec des conséquences financières parfois importantes. Il est vrai qu'il existe certains projets qui "ne cochent pas les cases" au regard des exigences de durabilité. Néanmoins, nous voyons beaucoup de projets

vertueux, par exemple pour ce qui concerne le financement de matériels roulants en matière ferroviaire. Ces projets s'inscrivent dans l'ouverture à la concurrence des trains express régionaux. Dans ce cadre, les autorités concédantes veulent renouveler le matériel existant qui fonctionne aujourd'hui en partie au diesel. On dispose ainsi de projets intéressants, qui supposent des investissements lourds et qui sont vertueux en ce sens qu'ils ont pour objet d'évoluer vers des matériels moins polluants et qui servent à l'usager.

**Christian Jabre, KPMG :** Je voulais rebondir sur l'activité des corporates. On voit effectivement pas mal d'externalisations pures auprès de tiers avec un offtake en contrepartie, mais ils sont aussi nombreux à créer leur propre filière. Ils peuvent s'associer à des investisseurs financiers ou industriels, sur l'ensemble de leur filière ou sur des projets ad-hoc. Nous le voyons surtout à l'étranger.

**Vincent Menager, Infravia :** Chez InfraVia, notre focus est l'Europe. Sinon, il y a une problématique que l'on n'a pas abordée et qui me semble une vraie tendance d'aujourd'hui quand on parle de décarbonation. C'est le recyclage des déchets. La transition énergétique est très consommatrice de métaux tels que l'aluminium et le cuivre. Ce sont deux métaux très carbonés. On a récemment investi dans la société Blue Phoenix Group qui fournit des solutions de recyclage des mâchefers résiduels qui restent après l'incinération des déchets. BPG fournit un service essentiel aux opérateurs d'incinérateurs, en recyclant leurs déchets (un mix de métaux et d'agrégats) en produits réutilisables, faire évoluer la chaîne d'approvisionnement des déchets vers un modèle 100% circulaire.



**Pierre-François Dessard, Ardian :** Oui c'est vrai, il y a une vraie demande sociétale pour développer les solutions d'économie circulaire, ce qui crée de nombreuses opportunités d'investissement. Il y a également un très fort potentiel sur la décarbonation de l'industrie, dont la nécessité s'est encore accentuée avec l'explosion des coûts de l'énergie depuis l'invasion de l'Ukraine. Ainsi, la production d'énergie photovoltaïque en autoconsommation ou les solutions d'efficacité énergétique comme l'installation de pompes à chaleur ou la réutilisation de la chaleur fatale permettent aux industriels de décarboner tout en réduisant leur facture énergétique. Nous sommes convaincus qu'il y a une vraie tendance de fond au développement de l'énergie décentralisée directement chez les industriels. Nos deux participations Nevel et GreenYellow sont très actives dans le domaine et ont observé une accélération très rapide de leur deal flow avec des années record en 2022.

**Thibault Richon, Swen CP :** Cela nous renvoie à un point essentiel qui est le sourcing responsable des

matériaux nécessaires à la transition énergétique. Sur les panneaux solaires par exemple, il y a un problème de filière qui est massif. C'est un sujet de due diligence très prégnante chez nous en tant qu'investisseurs. Je rappelle que le rôle d'un investisseur responsable va bien au-delà du simple investissement dans des actifs de production d'électricité décarbonée ; c'est aussi dans la manière de faire, de gérer les processus de supply chain mais également de partager la valeur avec les différentes parties prenantes sur les projets, etc. Pour revenir aux propos de Christian sur la géographie des investissements et les besoins en capital : les besoins dans les pays émergents sont importants mais le deal flow reste le plus fourni dans les pays développés, notamment en Europe et en Amérique du Nord. Je note que la multi-stratégie se prête d'ailleurs assez bien à cet exercice de pouvoir soutenir différentes initiatives et accompagner un développement sur certaines zones géographiques plus émergentes ou certains nouveaux secteurs en ayant une démarche calculée de prise de risque un peu plus élevée sur une fraction de son portefeuille, qui fait

sens dans une stratégie d'allocation d'actifs et de construction de portefeuille.

**MdA: Effectivement, on a beaucoup parlé d'ESG. Martine chez Allianz, comment appréhendez-vous les critères extra financiers et quelle importance leur donnez-vous dans le choix des fonds ?**

**Martine Legendre, Allianz France :** Un investisseur comme Allianz, qui est en tête de la décarbonation dans ses portefeuilles, a un regard approfondi sur le sujet. Sur les deals un par un, on a toute une équipe dédiée ESG qui passe les transactions au peigne fin. Et quand on souscrit dans des fonds, nous avons aussi des équipes dédiées. L'ESG peut être un "deal breaker" car c'est un élément clé dans notre analyse. On a même durci nos conditions en 2023.

**MdA : Aux USA, des investisseurs comme CalPERS ou CalSTRS n'hésitent pas à consacrer 10% ou 20% de leur allocation dans le non coté. Tout à l'heure vous nous disiez que votre allocation en Infrastructure était de l'ordre de**

4% en dette et 1,5% en equity. Est-ce que cela pourrait évoluer dans le futur ?

**Martine Legendre, Allianz France :** On parle d'actifs illiquides donc quand on doit faire face à tout moment à des rachats de la part de nos assurés ou bien lorsqu'il faut payer les sinistres, c'est plus compliqué de faire plus. Notez que le non coté représente quand même environ 30% des portefeuilles au niveau du groupe Allianz. Ce qui est élevé. Mais je n'inclus pas les actifs renouvelables dans la poche Infrastructure car ils constituent une classe d'actifs à part.

**Thibault Richon, Swen CP :** C'est vrai qu'il y a une disparité très forte entre les institutionnels des différents pays et même entre typologie d'investisseurs. Un fonds de pension n'a pas les mêmes contraintes qu'un assureur. Un fonds de pension peut aussi selon la classe d'âge de ses membres prendre des vues très différentes sur le non coté. J'ai bien connu un fonds de pension canadien déployant une allocation très ambitieuse sur le non coté, représentant 50% de ses actifs, sa base de membres relativement jeune favorisant les investissements non cotés. En France, les institutionnels ont beaucoup accompagné l'immobilier historiquement. De mon point de vue, renforcer la place des infrastructures fait énormément de sens dans une allocation, surtout dans le contexte actuel et au regard des défis qui nous attendent. Depuis une quinzaine d'années la performance de la classe d'actifs est régulière, résiliente aux crises et combine aussi bien des produits financiers et de l'appréciation en capital. Les contraintes autour de la liquidité se sont considérablement allégées grâce à un marché du secondaire qui s'est structuré et qui devient de

plus en plus profond ; la liquidité en Infrastructure peut être obtenue dans un délai assez court. Le deuxième sujet, c'est qu'il faut aussi penser à l'investisseur final qui est derrière l'investisseur institutionnel. Pour les particuliers, financer des actifs à la fois générateurs de performance financière mais aussi acteurs des grands enjeux de demain comme la transition énergétique ou l'emploi dans les territoires, a beaucoup de sens.

**Daria Litvinova, Vauban IP :** Je souscris complètement à ce que dit Thibault. L'approche des investisseurs en matière d'allocations n'est pas la même pour toutes les classes d'actifs. Nous observons un ralentissement des allocations en immobilier par exemple, alors que l'infrastructure reste toujours au centre des préoccupations de nos investisseurs qui augmentent leurs allocations et en particulier l'infrastructure "core" qui pourrait fournir du yield intéressant et la capacité à surperformer les rendements cibles grâce à l'indexation sur l'inflation. Deuxièmement, pourquoi les investisseurs continuent d'investir dans les infrastructures ? Parce que les infrastructures restent encore relativement jeunes en tant que classe d'actifs et, par conséquent, certains LPs ne sont toujours pas aux niveaux des allocations cibles infra et prévoient de continuer à déployer du capital en infra. Une autre illustration du confort des investisseurs avec les infrastructures est par exemple qu'au T4 de l'année dernière nous avons été extrêmement occupés, malgré que les investisseurs aient été touchés par l'effet dénominateur et n'aient plus eu la capacité d'investir dans leurs budgets 2022, ils ont tout de même maintenu leurs due diligences tout au long du T4 et avec la ferme conviction qu'ils retrouveront des allocations grâce aux nouveaux

budgets 2023 et pourront s'engager dans le fonds, et c'est ce qui s'est passé. Enfin, une dernière évolution intéressante que nous avons observée est l'évolution du marché secondaire d'infrastructure. Il a gagné de plus en plus de maturité, d'appétit des acheteurs et aussi d'augmentation de l'univers des acheteurs (FoF secondaire et part croissante des LP institutionnels qui viennent sur le marché car c'est un moyen efficace pour eux de déployer de l'argent dans le marché infra sans courbe en J, distributions immédiates, etc.). C'est un signal important et montre clairement que la classe d'actifs infrastructure est capable de générer une liquidité pour les investisseurs à travers un marché secondaire qui devient de plus en plus mature.

De notre côté par exemple, nous avons réalisé 2 transactions sur le marché secondaire pour nos investisseurs voulant céder leurs participations réalisant des performances incroyables et de la liquidité.

**Pierre-François Dessard, Ardian :** Oui l'appétit des LPs est là. Notre équipe secondaire chez Ardian a d'ailleurs levé le plus gros fonds secondaire en 2022 et attiré plus de 145 investisseurs originaires de 28 pays d'Amérique, d'Europe, d'Asie et du Moyen-Orient pour cette plateforme. Les acteurs du secondaire offrent une source importante de liquidités pour les investisseurs du monde entier qui dédient une part de plus en plus importante de leurs portefeuilles aux marchés privés, issus notamment des secteurs de l'énergie renouvelable, des télécoms, des transports et des services publics. ■

# L'INFRASTRUCTURE en chiffres

**11,6 MDS €**

Investis dans 176 projets d'infrastructure en 2022 (vs. 8,9 Md€ investis dans 153 projets en 2021)

**16 MDS €**

C'est le montant total levé par les fonds d'infrastructure en 2022 (contre 17,2 Md€ en 2021)

**3,9 MD €**

C'est le montant total investis en France dans les énergies renouvelables. Ce qui en fait le segment le plus actif dans l'Hexagone.

**41**

C'est le nombre de fonds français d'infrastructure

La répartition des investissements, en montants et en nombre, reste stable entre Greenfield et Brownfield en 2022

	MONTANTS INVESTIS EN M€		NOMBRE DE PROJETS D'INFRASTRUCTURE INVESTIS	
	2021	2022	2021	2022
<b>TOTAL INFRASTRUCTURE</b>	8 872 M€	11 551 M€	153	176
GREENFIELD	1 643 M€	3 102 M€	98	115
BROWNFIELD	7 228 M€	8 449 M€	55	61