



Infrastructure

10
Septembre
2020



Chez Orrick, 31 Avenue Pierre 1er de Serbie, 75016 Paris

INFRASTRUCTURE : DES ACTIFS ESSENTIELS

en période de crise sanitaire

Depuis le 17 mars 2020, et le début du confinement en France, une partie de notre économie a été mise en sommeil et certains secteurs ont été fortement impactés. Réputée pour sa grande résilience, l'infrastructure a dans son ensemble très bien résisté même si elle a dû, elle aussi, faire face à des situations "hors normes". Pour revenir sur les conséquences de la crise du Covid sur les actifs d'infrastructure, nous avons réunis quelques fonds, avocats et conseils financiers intervenant sur ce marché. Morceaux choisis.

Xavier Leloup : Comment se sont portés vos actifs au cours de la crise sanitaire ?

Gabriel Gauthier, Infravia CP : Dans les Infrastructures nous distinguons 4 sous-secteurs d'investissement qui sont l'énergie, les télécoms, les infrastructures sociales et tout ce qui se rapporte au transport. En fonction des activités dans ces sous-segments de l'infrastructure, les actifs se sont comportés plus ou moins bien. Globalement dans l'énergie, les télécoms ou les infrastructures sociales, les actifs se sont plutôt bien comportés. Nous avons retrouvé là l'une des caractéristiques de l'infrastructure avec des plans d'affaires résilients voir même dans certains cas, comme dans les télécoms, qui se sont améliorés. Sur les transports, cela a été un plus compliqué. Nous sommes notamment investis dans des ports ou des aéroports comme à Venise. Ce sont des actifs qui ont beaucoup souffert avec des trafics qui ont forcément chuté notamment en raison des mesures de confinement et de l'arrêt des voyages entre pays. Cela n'affecte pas pour autant la qualité intrinsèque de ces actifs, en particulier l'aéroport de Venise. On devrait encore souffrir pendant quelques mois/années mais on reste persuadé que les fondamentaux de ces actifs demeurent bons, ce qui devrait leur permettre de progressivement se redresser.

Laurent Fayollas, Ardian : nous avons une couverture sectorielle d'investissement assez proche de celle d'Infravia CP. Et comme eux nous avons constaté que le secteur le plus sensible était celui du transport alors que les autres résistaient bien. Pour la partie transport ce sont les aéroports qui ont été beaucoup plus affectés avec de l'ordre de -70% de trafic sur le premier semestre, alors que l'impact sur les routes était plutôt de l'ordre de -30%. Ce qui s'explique par un marché domestique qui a été beaucoup plus soutenu que l'international, notamment pendant la période d'été. Nous avons aussi été très sélectifs dans la constitution de notre portefeuille en investissant dans des actifs réels délivrant des services essentiels à la collectivité, qui ont aussi démontré une résistance plus forte.

Ils permettent aussi d'avoir un niveau de dialogue plus soutenu et constructif avec les collectivités publiques et locales. Cela a par exemple été le cas pour notre plateforme aéroportuaire en Italie, où les collectivités locales sont elles aussi au capital des aéroports. Un autre aspect important concerne la structure financière : sur nos actifs de transports italiens le niveau de dette est de l'ordre de deux fois l'EBITDA, ce qui permet aussi de parer beaucoup plus facilement à des baisses de trafic importantes.

Stéphane Calas, Cube IM : Je partage globalement cette analyse. Je pense que la dimension locale est très importante. Laurent parlait du soutien des collectivités locales : chez Cube IM, on s'est positionné depuis l'origine sur les services essentiels aux collectivités locales. Les actifs télécoms se sont montrés particulièrement résilients, notamment chez Covage qui exploite des réseaux très haut débit d'initiative publique en zones peu et moyennement denses. Le dialogue avec les collectivités locales y a joué un rôle important dans cette période où les déploiements ont pu être impactés par les mesures de distanciation physique. On peut également parler du transport public, affecté comme partout par la baisse des déplacements mais possiblement mieux protégé grâce à sa dimension locale que d'autres segments du transport. Être partenaire de la collectivité publique permet de bénéficier de son soutien, durant la période de confinement notamment, et permet d'effacer ou de compenser partiellement, les pertes de recettes et les risques de pénalités. Le schéma contractuel est particulièrement important. Dans de nombreux pays, comme le Danemark où nous avons investi dans un opérateur de transport public, ces contrats sont basés sur la mise à la disposition de l'actif et la disponibilité du service. Donc, dès lors qu'il rend le service attendu, l'exploitant

Gabriel Gauthier

- Gabriel Gauthier est Associé chez Infravia Capital Partners, responsable de l'origination et la structuration des transactions dans le secteur des infrastructures en Europe.
- Avant de rejoindre Infravia en 2009, Gabriel a travaillé chez Natixis, où il a développé un savoir-faire remarquable en structuration financière et noué des relations solides avec des institutions financières et des acteurs industriels du secteur. Il siège au conseil d'administration des sociétés de portefeuille suivantes : IFT (France), Treblade (Suède), Céleste (France), Reden Solar (France) et Aurora (Finlande).
- Gabriel est diplômé de l'École Nationale des Ponts et Chaussées (Paris, France) et titulaire d'un Master Professionnel en Financement de Projets (Université Paris X).



est payé par la contrepartie publique, et ce même en cas de baisse du nombre de passagers. Généralement, les collectivités sont en mesure d'ajuster le service dans un certain nombre de cas, et par exemple de réduire la fréquence par rapport au service courant. On demeure malgré tout compensé, de façon plus ou moins importante, ce qui amortit considérablement les effets de ce type de crise sanitaire sur un secteur directement exposé. Au-delà de cette dimension locale primordiale, la résilience du portefeuille est une affaire d'équilibre entre les différents secteurs et de diversification puisqu'on a certains segments qui ont très bien fonctionné, comme par exemple les télécoms et d'autres qui ont été plus affectés. Dans les infrastructures télécoms, la demande a été des plus fortes, notamment celle des entreprises pour le très haut débit. Le déploiement du réseau, c'est-à-dire les travaux, a fortement ralenti, mais intrinsèquement, il n'y a pas eu de baisse de la demande pour la fibre et plutôt une accélération des demandes de raccordement.

X.L. : Et quel était votre état d'esprit aux premiers jours du déclenchement de la crise sanitaire ?

Gabriel Gauthier, Infravia CP : On était un peu dans l'expectative. Objectivement, on ne savait pas ce qui allait arriver et la profondeur de la crise.

“Globalement dans l'énergie, les télécoms ou les infrastructures sociales, les actifs se sont plutôt bien comportés.”

Gabriel Gauthier

Infravia CP est né en 2008, c'est-à-dire dans la crise, en particulier financière, donc notre première question a été de savoir si le marché financier allait se refermer. La différence avec 2008 est que les banques ont joué leur rôle en apportant des liquidités. Elles ont aidé les entreprises. Cela a pas mal changé la crise dans ce qu'on pouvait

anticiper. Mais dans les premiers jours, objectivement, on ne comprenait pas trop où on était et on ne savait pas ce que cela allait donner. En revanche, nous venons de connaître 12 années de croissance consécutives, ce qui laissait entendre que nous nous trouvions un haut de cycle. Nous avons donc anticipé sur nos actifs en entamant nos refinancements dès 2019-2018. Raison pour laquelle notre portefeuille n'était pas à risque.

X.L. : Même sur les aéroports ?

Gabriel Gauthier, Infravia CP : C'est ce qui a été le plus impacté. Mais notre endettement n'était pas excessif, on avait la liquidité nécessaire et même l'aéroport de Venise a vu sa notation financière confirmée au mois de juin.

Laurent Fayollas, Ardian : Nous parlons beaucoup de la baisse de trafic, mais quand nous avons dû faire face à l'arrivée du Covid, il a fallu que l'ensemble des sociétés et des services essentiels – énergie ou transport pour ne citer qu'eux – qu'elles fournissaient, continuent de

Laurent Fayollas

- Laurent Fayollas est Senior Managing Director et il supervise la dotation en personnel des membres de l'équipe chargée des infrastructures.
- Laurent a été/est membre du conseil d'administration de sociétés du portefeuille telles que LISEA, Synerail, A88 et Indigo.
- Laurent a rejoint Ardian en 2007. Auparavant, il a travaillé pendant 8 ans comme directeur au sein des équipes Infrastructure et Environnement du Crédit Lyonnais et de Calyon. Au cours de ces années, il a acquis une compréhension et une connaissance approfondie de ces secteurs, tout en structurant des opérations emblématiques. Auparavant, il a travaillé pendant 2 ans au sein du département de crédit des financements structurés et pendant 6 ans pour le département informatique du Crédit Lyonnais, avec un accent sur les marchés de capitaux.



fonctionner. Et la première question que nous nous sommes posée avec les équipes de management a été de savoir comment sécuriser le personnel. Une fois le personnel sécurisé, comment assurer un minimum de services, tout en maintenant aussi un niveau de sécurité maximal pour les utilisateurs. Il a parfois fallu réinventer une nouvelle gestion des flux, comme par exemple dans les aéroports, et tout en garantissant un niveau de sécurité maximal. C'était aussi par exemple le cas sur la ligne de chemin de fer Tours-Bordeaux ou bien qu'il y ait moins de trains, l'exploitation de la ligne devait être assurée et les niveaux de sécurité respectés. Sur cette période, nous avons consacré énormément de temps à la gestion d'actif.

X.L : Et j'imagine, avec un important dialogue avec les dirigeants ?

Laurent Fayollas, Ardian : Certains secteurs et sociétés vont effectivement être au cœur de ces changements. C'est par exemple le cas de la société de parking Indigo qui en quelques années

s'est transformée avec succès d'un opérateur de parking à un opérateur de mobilité, en développant de nombreux services de mobilités.

“Sur nos actifs de transports italiens le niveau de dette est de l'ordre de deux fois l'EBITDA, ce qui permet aussi de parer beaucoup plus facilement à des baisses de trafic importantes.”

Laurent Fayollas

Charles Abbey, KPMG : C'est une vision que je partage et qui rejoint la dimension service à la collectivité. Dans cette classe d'actifs, la continuité d'exploitation a été encore plus importante. Même pendant le confinement, il a fallu trouver le moyen pour que les actifs pétroliers fonctionnent, que les champs

d'éoliennes continuent à produire de l'électricité... Quant aux secteurs les plus résistants, je partage également tout ce qui a été dit. Certains sous-segments très en vue ces derniers temps ont d'ailleurs pu bénéficier, du moins sur le court ou moyen terme, d'une baisse des cours du pétrole, comme le stockage de produits pétroliers. Certains autres secteurs, comme les parkings, qui étaient déjà à la frontière de la définition d'infrastructure vont voir les convictions des uns et des autres s'affermir quand à leur résilience. Les aéroports ou les autoroutes seront peut-être plus impactés que d'autres par des changements de comportements de consommation à attendre plus à long terme...

Laurent Fayollas, Ardian : J'aime beaucoup le secteur du stationnement car il y énormément à faire. Quand on était propriétaire d'Indigo, on a vraiment cherché à le faire passer d'opérateur de parking à opérateur de mobilité. On a notamment fortement développé les services comme les vélos. Ce sont donc des secteurs très

Stéphane Calas

- Managing Director de Cube IM. Stéphane dispose de plus de 24 ans d'expérience dans les Infrastructures et rejoint en 2010 l'équipe où il a participé à de nombreux investissements et cessions dans les secteurs de l'énergie, des télécoms et des transports publics. Il siège notamment aux Conseils de Surveillance de Covage en France, de G.Network et Engenie au Royaume-Uni et d'Heliot Europe en Allemagne.
- Lancée en 2007, Cube IM est focalisée sur le mid-cap. Elle a levé un total de 2,6 Md€ et gère trois fonds : Cube Infrastructure Fund et Cube Infrastructure Fund II sont deux fonds « brownfield » ciblant principalement trois marchés stratégiques : les infrastructures de communication, la transition énergétique et les transports publics avec une stratégie « Buy & Grow ». Le Connecting Europe Broadband Fund est un fonds dédié à l'investissement dans des projets greenfield d'infrastructure fibre optique. Les aspects ESG font partie des fondements du modèle d'investissement de Cube IM.



dynamiques à appréhender comme tels. Et si vous avez de bons dirigeants avec des idées, c'est très solide. Après pour les parkings, il faut bien savoir dans quoi on investit. On peut faire du service ou les détenir en pleine propriété et alors ce n'est pas du tout le même profil, ni le même schéma, la même équation. Il faut être suffisamment sélectif et savoir où on veut aller investir.

X.L : Et quelle a été la nature précise des discussions avec les banquiers ?

Laurent Chabot, SG CIB : En préambule, je dirais que cette période nous a permis de redécouvrir ce qu'était vraiment l'infrastructure. Les hôtels ou les centres commerciaux, par exemple, ne sont pas de l'infrastructure. L'infrastructure permet de délivrer un service essentiel avec des barrières à l'entrée et des revenus récurrents. Le maître mot de la classe d'actif est donc « résilience » de par la nature de ses actifs, la structure contractuelle, financière... Notre portefeuille de crédit qui est assez diversifié dans tous les classes

d'activité que nous avons évoquées s'est globalement bien comporté, il n'y a pas eu d'accidents majeurs. Après il y a le secteur des transports,

“Dans les infrastructures télécoms, la demande a été des plus fortes. Il n'y a pas eu de baisse de la demande pour la fibre et plutôt une accélération des demandes de raccordement.”

Stéphane Calas

et notamment internationaux, qui sont par nature plus affectés, mais sans signal d'alarme pour autant car on a quand même la structure contractuelle et la durée de la concession qui permet d'amortir les chocs. Il y a aussi, pour les projets greenfield, le déroulement de la construction qu'on a peu évoqué. C'était un sujet de vigilance pour tout le monde, compte tenu de la mise

à l'arrêt de la plupart des chantiers. Et là, en France notamment, de par les partenariats avec les collectivités locales, cela s'est plutôt bien passé. La notion de « cause légitime » était tellement bien rédigée dans certains contrats qu'on avait même prévu la pandémie. On avait aussi la notion jurisprudentielle de force majeure qui a pu être invoquée dans certains cas, ou bien encore tout simplement des accords informels entre concessionnaires et collectivités locales pour ne pas appliquer les pénalités. Evidemment il y a eu des retards mais rien de dramatique n'est survenu en termes de délais. Contrairement à d'autres secteurs comme par exemple les navires de croisière qui ont dû faire face à des restructurations assez lourdes, les projets d'infrastructures de transport les plus touchés n'ont pas atteint une situation critique. En bonne intelligence, pour gérer les difficultés liées au COVID, on a pu convenir parfois d'une « mise au repos » de certaines clauses et de la souplesse dans leur mise en œuvre. Dans le secteur de l'Infrastructure, nous n'avons donc pas

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 (dans les équipes de financement exportés puis de financements de projets). Il a commencé sa carrière au Ministère de l'Économie et des Finances, à sa sortie de l'ENA.

eu de crise majeure. Le financement des nouvelles opérations a été ralenti mais pas interrompu, et la syndication de plusieurs grands projets a pu être menée à bien. Seuls quelques acteurs de l'infrastructure de taille petite ou moyenne ont dû faire appel à la garantie de l'Etat pour faire face à des besoins de financement conjoncturels. Donc en résumé, je dirais que la situation de l'Infrastructure est demeurée relativement privilégiée en matière de financement par rapport à d'autres secteurs.

X.L : Mais j'imagine que le niveau d'anxiété serait monté d'un cran si une crise de liquidités s'était ajoutée à la crise sanitaire...

Laurent Chabot, SG CIB : Il y a eu un ralentissement des nouveaux projets évidemment, avec le décalage de certaines opérations pour bénéficier de meilleures conditions de marché, mais la situation est restée sous contrôle. Si

on regarde le déroulement de l'année et les closings en cours, on s'aperçoit que le marché des financements d'infrastructures est resté actif, avec beaucoup de projets jusqu'au mois de mars, un ralentissement, puis à

“En bonne intelligence, pour gérer les difficultés liées au COVID, on a pu convenir parfois d'une « mise au repos » de certaines clauses et de la souplesse dans leur mise en œuvre.”

Laurent Chabot

nouveau à partir de juin-juillet des signatures. Mais les choses ne se sont pas arrêtées et s'accélérent à nouveau depuis l'été.

X.L : Geoffroy, vous m'aviez dit que cette période a permis d'approfondir certaines questions juridiques fondamentales. Qu'en a-t-il été exactement ?

Geoffroy Berthon, Orrick : Un certain nombre de questions juridiques se sont en effet posées durant cette période. Les opérateurs ont d'abord regardé, à juste titre, les stipulations de leurs contrats : la force majeure est-elle couverte par ces stipulations ? Le contrat comprend-t-il des clauses, le cas échéant sous forme de causes légitimes ou exonératoires, sur la pandémie ? Quand le sujet était traité dans le contrat, celui-ci pouvait se révéler, selon les stipulations de la clause concernée, protecteur pour l'opérateur. Mais ce n'était pas toujours le cas, en particulier dans les contrats conclus avec l'Etat. S'agissant, par exemple, des contrats de concession d'autoroutes, ceux-ci ne couvrent généralement pas, en tout cas pas expressément, le cas de

Charles Abbey

- Associé, Transaction Services KPMG, Infrastructure et Energie
- Charles comptabilise plus de 20 années d'expérience sur les secteurs Infrastructure et Energie, et intervient sur les opérations majeures du secteur.
- L'équipe Transaction Services de KPMG en France est composée de plus de 200 professionnels en France. Elle s'appuie sur les autres équipes Deal Advisory ainsi que de relais spécialisés au sein des équipes Advisory de KPMG France pour offrir une palette complète de services aux transactions.
- KPMG France, en lien avec son réseau mondial fort de plus de 3 000 professionnels dédiés aux infrastructures, assiste ses clients sur l'ensemble du cycle de vie des infrastructures : de la planification et la structuration de nouveaux projets, à la recherche de financement, au suivi de la construction, à l'assistance lors des due diligence d'acquisition, de cession ou de refinancement et à l'amélioration des opérations.

pandémie. Une fois que l'on avait passé la question du contenu du contrat, c'est alors que la situation devenait plus complexe et que les sponsors et les prêteurs sollicitaient, le cas échéant, leurs avocats.

X.L : Le téléphone a-t-il sonné dès le début de la pandémie ?

Geoffroy Berthon, Orrick : Les premiers appels sont arrivés assez vite dans la mesure où, avant même l'adoption des mesures de confinement, le Ministre de l'Economie et des Finances a indiqué à la fin du mois de février 2020 que l'Etat reconnaîtrait la force majeure dans tous les marchés publics qu'il avait conclus. Il y avait ainsi une vraie volonté de l'Etat et des collectivités locales de soutenir les parties privées : industriels, investisseurs ou prêteurs. Dans ce cadre, lorsque le contrat ne comprenait pas de clause explicite sur la pandémie, la question était de savoir ce que prévoyait le

droit en général et la jurisprudence en particulier. Ce sont des sujets auxquels, évidemment, les avocats sont habitués, les opérateurs sans doute un peu moins dans la mesure où l'on n'invoque pas fréquemment la force majeure dans

“Même pendant le confinement, il a fallu trouver le moyen pour que les actifs pétroliers fonctionnent, que les champs d'éoliennes continuent à produire de l'électricité.”

Charles Abbey

l'exécution d'un contrat. On s'est donc retrouvé dans une situation où de nombreux opérateurs ont souhaité invoquer la force majeure, non pas au titre du contrat, mais soit au titre de

la déclaration du Ministre, soit au titre de ce que prévoyait la jurisprudence. La situation juridique était néanmoins plus complexe que ce suggérait la déclaration ministérielle, car la force majeure suppose, pour qu'on puisse l'invoquer, que le fait soit extérieur aux parties – c'était le cas –, qu'il soit imprévisible – ça l'était aussi pour les contrats déjà conclus – mais également que le fait soit irrésistible, c'est-à-dire que, concrètement, l'exécution du contrat soit rendue impossible. Or, dans la réalité des faits, les concessionnaires ou les titulaires de PPP se trouvaient parfois dans une situation où l'exécution restait possible, mais dans des conditions très dégradées. Il n'existait donc pas une situation d'impossibilité d'exécution. Les collectivités publiques ont réagi différemment, notamment selon l'état d'avancement de l'opération. Lorsque les travaux étaient avancés, vous étiez dans une situation proche de la force majeure, alors que si vous étiez dans une

Geoffroy Berthon

➤ Geoffroy Berthon est Associé en droit public au sein du bureau parisien d'Orrick. Fort d'une expérience de plus de 15 ans en matière de PPP, de projets d'infrastructures internationaux et de structuration de projets en énergie, Geoffroy Berthon conseille régulièrement des opérateurs publics et privés, des entités gouvernementales et des institutions financières dans la réalisation de leurs opérations en Europe et en Afrique. Geoffroy est décrit comme « très fiable, doté d'excellentes qualités d'analyse et fait preuve d'une grande réactivité. » selon The Legal 500.

➤ Geoffroy dispose d'une expérience considérable dans le cadre de privatisations et d'acquisitions dans le secteur des infrastructures. En France, il a récemment conseillé sur les projets relatifs au financement, à la construction et à l'exploitation du Stade Vélodrome de Marseille ou encore du village des athlètes en vue des Jeux Olympiques de Paris 2024. En Afrique, il a récemment conseillé le consortium (FAYAT, EGIS & RAZEL BEC, filiale de FAYAT) dans le cadre du projet pour l'exploitation et l'entretien de nombreuses concessions de routes à péage au Cameroun.

phase d'étude préalable au démarrage des travaux, vous ne vous trouviez pas en situation de force majeure. S'agissant par exemple d'un projet en phase d'étude, une collectivité locale a indiqué au titulaire d'un contrat de PPP que la force majeure n'était pas invocable dès lors que le projet était en phase d'étude et d'obtention des autorisations, et qu'il n'y avait donc pas d'impossibilité d'exécuter. Après cette phase durant laquelle de nombreuses notifications invoquant la force majeure ont été émises par les opérateurs, sans forcément consulter leurs conseils et seulement afin de "prendre date", d'autres notions - notamment l'imprévision - se sont révélées utiles, justement parce que bâties par la jurisprudence administrative pour permettre, en particulier dans le secteur des infrastructures, de continuer à exploiter le service dans des conditions dégradées. Le sous-jacent de ces notions est en effet que, dans une situation critique, le co-

contractant public apporte son soutien au concessionnaire afin de permettre à celui-ci de ne pas s'effondrer et de poursuivre l'exploitation. Par ailleurs, si la force majeure pouvait être un concept intéressant, il est vite

“Les services de l'Etat sont restés mobilisés, par exemple dans le domaine des investissements étrangers, de manière à ce que les projets ne soient pas trop retardés.”

Geoffroy Berthon

apparu qu'il fallait bien distinguer les situations en fonction des causes. On a pu lire ou entendre, dans les premières semaines, que la cause des difficultés

était le virus, mais en réalité la cause résidait bien souvent dans les mesures prises par l'Etat pour empêcher la propagation du virus, plutôt que dans le virus en lui-même. On a donc distingué en fonction des causes mais aussi en fonction des conséquences sur les projets avec des infrastructures plus ou moins exposées. Pour en terminer sur ce point, il convient de rappeler que l'Etat a adopté dans les premiers jours suivant le début du confinement un arsenal législatif et réglementaire spécifique, comprenant notamment une ordonnance portant sur le droit de la commande publique qui concernait largement les infrastructures. Ce que disait cette ordonnance - comme on pouvait l'anticiper au regard de la jurisprudence administrative - était en assez net décalage avec la déclaration précitée du Ministre, puisqu'elle disposait clairement que la force majeure s'apprécierait au cas par cas, sans présomption ni aucune reconnaissance systématique. Cette

ordonnance a été jugée - sans doute à juste titre - assez imparfaite, en particulier pour les concessions de service public, mais elle a eu au moins le mérite de montrer la volonté de la puissance publique d'accompagner les projets. Je dis « imparfaite » parce que, par exemple, pour les concessions, les sujets traités par l'ordonnance étaient ceux de la suspension de la concession et de la modification unilatérale par l'Etat, mais pas le sujet que l'on rencontrait le plus en pratique, c'est dire la perte de recettes sans que la concession soit modifiée ou suspendue. Reste que, sur le principe, cette volonté de l'Etat d'offrir certaines protections dans un texte spécifique est assez notable. De manière plus générale, les services de l'Etat sont restés mobilisés, par exemple dans le domaine des investissements étrangers, de manière à ce que les projets ne soient pas trop retardés.

X.L : Ce sont donc, au final, des questions juridiques passionnantes et qui risquent de faire jurisprudence.

Geoffroy Berthon, Orrick : Un peu plus périphérique était la question des effets collatéraux du Covid. Par exemple, dans un dossier de marché public, le titulaire fournissait de l'énergie à une collectivité locale, mais le prix de l'électricité ayant baissé, la collectivité locale a voulu en profiter et acheter beaucoup de volume. La difficulté pour notre client titulaire du marché était alors que lui-même achetait auprès d'un tiers et que ledit tiers, pour accepter de lui vendre autant d'électricité, lui a demandé des garanties qu'il ne pouvait fournir. Il s'est donc retrouvé avec une grosse commande de la collectivité mais, dans le même temps, en difficulté avec son fournisseur. Il a fallu alors bâtir un schéma intermédiaire aux côtés de la collectivité locale permettant de satisfaire la collectivité et de prendre en compte les contraintes de son cocontractant. Il s'agissait là de questions plus ponctuelles que

directement liées au Covid.

X.L : C'était tout de même de très beaux sujets juridiques.

Geoffroy Berthon, Orrick : Tout à fait. Notre inquiétude tenait plutôt au déroulement des projets qui étaient en cours et en particulier en phase de signature. Ce dont on s'est aperçu est que les projets se trouvant plutôt en "amont" ne se sont pas arrêtés mais ont été suspendus. En revanche, les projets qui étaient assez avancés, notamment en ce qui concerne les négociations avec les banques, ont continué. Parce qu'il y avait une vraie volonté des prêteurs et des industriels de travailler pour pouvoir boucler, peut-être pas pendant le confinement, mais juste après.

X.L : Effectivement on constate que de nombreux projets ont été finalisés pendant cette période...

Gabriel Gauthier, Infravia CP : Nous avons finalisé le refinancement de nos éoliennes suédoises fin mars. On a également réalisé une sortie qui constitue à ce jour la plus belle performance d'Infravia CP pendant le confinement tout en finalisant la syndication d'un autre projet de plus de 2 Mds €. Tous les acteurs étaient donc présents et cela s'est fait.

Laurent Fayollas, Ardian : Certains secteurs ont effectivement bénéficié de la période comme par exemple les télécoms, les renouvelables, ou le chauffage urbain ou des opérations ont continué à se réaliser. Nous sommes par exemple en train de finaliser un investissement dans le secteur des tours de télécom en Italie. D'autres secteur ont par contre vu leur activité s'arrêter totalement, c'est le cas des aéroports. De notre côté nous nous avons aussi consacré beaucoup de temps à la gestion de nos actifs et notamment mis en place une dizaine de financements pour un total d'environ 1,5 Md€, non pour résoudre des problèmes mais pour

se donner plus de flexibilité et donner des perspectives de plus long terme à nos sociétés. Nous avons eu une même approche avec par exemple les collectivités locales lorsqu'il s'agissait de définir la façon de permettre d'assurer un service minimum de qualité, et je trouve que globalement, cela s'est bien passé dans un climat apaisé. La question ayant été par exemple beaucoup moins portée sur l'occurrence ou non de cas de force majeure que sur la manière d'adapter certaines conditions à la nouvelle situation pour permettre de poursuivre l'exploitation de façon optimale, notamment en matière de sécurité.

Geoffroy Berthon, Orrick : Pour rebondir sur ce point, je dirais que j'ai abordé auparavant le volet purement juridique de la situation. Mais, dans la pratique, nous avons rarement eu à connaître de réclamations précontentieuses ou contentieuses, la plupart des situations se résolvant effectivement par une discussion. Il n'y a pas eu de velléité de la part des titulaires de contrats d'entamer une démarche contentieuse.

Stéphane Calas, Cube IM : Mais c'est aussi parce qu'on est positionné sur des services essentiels, précisément, et qu'il y a une notion de partenariat avec les collectivités locales. Même lorsqu'elles ne se trouvent pas au capital du SPV, je pense que leur intérêt est qu'il y ait une continuité dans le service rendu par ces infrastructures au-delà de cette période de crise sanitaire. Elles n'ont généralement aucun intérêt à mettre leurs partenaires privés en difficulté, d'autant plus que les collectivités locales étaient très soucieuses de gérer au mieux cette période de crise sanitaire et qu'elles-mêmes ont créé, selon un principe de précaution, des contraintes supplémentaires pour leurs partenaires privés. Nous parlions des travaux tout à l'heure : quand vous êtes en phase de déploiement, la collectivité doit gérer de front le fait que le réseau doit se déployer



rapidement et, en même temps, permettre la distanciation sociale, la minimisation des mouvements sur les territoires concernés, etc. On est donc sur des approches qui sont beaucoup plus pragmatiques. La question juridique s'est sans doute posée au niveau de la direction juridique de nos actifs mais le focus principal a plutôt été le dialogue avec la contrepartie publique pour trouver la solution ad hoc. Généralement, par exemple, les chantiers ne se sont pas totalement arrêtés mais ont fonctionné dans un mode dégradé, c'est-à-dire marqué par un ralentissement notable. Et davantage que la force majeure, la question a été d'éviter les pénalités ou une insatisfaction du client public, plus que d'aller au contentieux.

XL : Et quid du dialogue avec vos souscripteurs ?

Stéphane Calas, Cube IM : Je dirais qu'il a été marqué par une intensification, très clairement, des relations et échanges avec les investisseurs. Bien sûr !

Gabriel Gauthier, Infravia CP : Ouvrir le dialogue avec nos investisseurs était bien sûr très important, même si pour nos investisseurs, qui sont généralement investis dans plusieurs classes d'actifs, les infrastructures

n'étaient pas en tête de leurs préoccupations. Ils ont globalement été assez vite rassurés par le comportement des actifs. Proactivement on a beaucoup communiqué sur la performance des actifs et l'impact de la crise. Il faut dire que l'on a une équipe dédiée au suivi de nos actifs ce qui nous permis une gestion dynamique de cette période. On a pu rapidement dresser un état des lieux de notre portefeuille pour pouvoir communiquer rapidement sur les actions mises en oeuvre. En premier lieu sur les mesures pour assurer la sécurité des équipes - car outre des actifs réels, nos investissements concernent le capital humain - et puis le deuxième sujet a été de simuler plusieurs scénarii pour mesurer l'impact de la sanitaire sur nos actifs. Le troisième gros sujet sur lequel nous avons communiqué a été celui de la liquidité. La priorité sur le plan financier, était de s'assurer que les actifs pouvaient passer cette période, donc que les structures de financement étaient solides, mais aussi qu'ils avaient accès sur le court terme à des ressources. On s'attendait à ce que les encaissements ralentissent ou s'arrêtent alors qu'on devait assurer une continuité de paiement à assurer sur les salaires, les CAPEX et autres. On a donc communiqué régulièrement sur ces trois thèmes. Et enfin le quatrième sujet était relatif aux sorties et aux acquisitions puisque nous

avons plusieurs processus en cours, notamment une sortie importante. Nos investisseurs avaient besoin de connaître nos besoins pour établir leurs propres prévisions de trésorerie.

Laurent Fayollas, Ardian : Nous avons aussi noté qu'il y avait eu une demande pour beaucoup plus de dialogue qu'habituellement. Ce qui était intéressant est que nos investisseurs ne se sont pas focalisés que sur les questions de liquidités, même si celles-ci étaient importantes, mais ont aussi cherché à comprendre comment les sociétés répondaient à la crise, comment nous les aidions, quelles étaient les mesures mises en place. Nous avons fait le choix d'être très proactifs sur le sujet et de communiquer très régulièrement, en montrant tout ce qui était réalisé, ce qui a permis à la fois de rassurer sur la qualité du portefeuille et d'avoir des discussions posées.

XL : Diriez-vous aujourd'hui, avec le recul, que vos partenaires ont éprouvé à un certain moment un sentiment de stupéfaction face à l'ampleur de la crise ?

Laurent Fayollas, Ardian : plus que de la stupéfaction, c'est surtout un besoin de comprendre l'importance des problèmes auxquels nous étions



confrontés et comment y répondre qui a prévalu. Une fois rassurés par les premiers retours, les discussions avec les investisseurs ont été encore une fois très posées, avec beaucoup d'intérêt et de curiosité sur l'ensemble des actions et réponses apportées à tous les niveaux.

Charles Abbey, KPMG : J'ai le sentiment que pour quiconque gardait un œil sur ce qui se passait à l'international, la stupéfaction aura été de courte durée. En fait plusieurs indices laissaient déjà présager certaines mesures bien avant le 17 mars, qu'il s'agisse de la Chine et ou de l'Italie. Cela n'a donc pas vraiment basculé en 24 heures. Les acteurs avaient eu deux semaines pour se préparer au confinement.

Gabriel Gauthier, Infravia CP : C'est justement durant cette période qu'il fallait d'autant plus s'occuper des actifs. Si on était resté sans rien faire à ce moment-là, on aurait sans doute eu davantage de problèmes.

Stéphane Calas, Cube IM : On reste sur de l'infrastructure, sur une classe d'actif des plus résilientes, on reste sur des visions stratégiques et perspectives d'investissement de long terme. Donc pour la plupart d'entre nous, certes, il y a eu des questions concrètes à gérer rapidement, dans l'urgence parfois,

pour s'assurer notamment que les équipes dirigeantes disposaient des moyens appropriés et mettaient en place les mesures sanitaires et financières nécessaires. Mais il n'y avait pas vraiment de panique chez les fonds d'infrastructure ou nos contreparties puisqu'on était là, de toute façon, à leurs côtés pendant encore des années et en mesure d'accompagner financièrement le choc lié à la crise. Si l'on avait été sur des horizons de temps plus courts, en effet, ce genre de crises aurait pu avoir un impact beaucoup plus fort. A horizon de deux ou trois ans, si la crise durait, l'on peut légitimement se demander si cela n'aurait pas impacté la valeur des portefeuilles et les perspectives de sortie. Ce n'était pas le cas pour nous. Compte tenu de la qualité des actifs sélectionnés, nous étions confiants de pouvoir recouvrer complètement leurs niveaux d'activité, leurs revenus et leur valeur une fois passée cette crise.

XL : Parlons de la manière, justement, dont vous envisagez l'avenir. Comment allez-vous investir ? Quels secteurs allez-vous privilégier ? Un secteur comme les maisons de retraite, mis récemment sous les feux de la rampe, entre-t-il toujours dans le champ de vos investissements ?...

Gabriel Gauthier, Infravia CP : Comme déjà dit ce matin, l'infrastructure s'inscrit sur du temps long. Il s'agit de services essentiels dont on a besoin. Nos thèses à long terme ne vont donc pas changer. Qu'il s'agisse de la transition énergétique, de l'urbanisation, des infrastructures sociales et de la digitalisation, nous continuerons à investir dans ces secteurs dans la mesure où nos perspectives de long terme ne sont pas ou peu impactées, y compris le transport. S'agissant de ce dernier secteur, je ne sais pas à quel point on arrivera à retrouver de l'activité, ni dans quel délai, mais nous y croyons toujours. Peut-être y investirons moins sur le court terme alors que sur les trois autres secteurs, il est sûr que nous continuerons à investir. Les infrastructures sociales sont un secteur dans lequel on investit depuis plusieurs années et sur lequel nous nous sommes trouvés en première ligne durant cette crise-là, en Irlande notamment avec les maisons de retraite. Dans ce cas-là, on gère vraiment de l'humain car pour ces structures, les cas de Covid se caractérisent par un taux de mortalité assez fort. Il a donc fallu faire de la gestion d'actifs assez lourde, ce qui nous a permis d'avoir des taux de mortalité faibles. Nous détenons également dans ce pays un hôpital qui a été mis à disposition durant la crise pour aider à gérer les



cas de coronavirus. Ce qui montre encore une fois, si besoin en était, que les infrastructures couvrent des besoins essentiels. Les infrastructures vont donc à mon sens continuer à émerger, comme l'éducation par exemple. Je ne pense pas que l'éducation va complètement se dématérialiser mais la situation a exigé que nos enfants et les écoles s'adaptent et trouvent des solutions à distance.

XL : Et ce d'autant plus que le secteur de l'éducation, à distance notamment, focalise l'attention des investisseurs depuis déjà plusieurs années.

Gabriel Gauthier, Infravia CP : L'avantage des crises est de constituer des accélérateurs de tendance. Pour prendre l'exemple de la fibre, on s'aperçoit que les raccordements, qu'il s'agisse des entreprises ou des particuliers, ont été plus importants au deuxième trimestre qu'au premier. Donc les crises permettent aussi cela.

XL : pour résumer, cela n'a donc pas changé votre thèse d'investissement.

Gabriel Gauthier, Infravia CP : non.

XL : Mais quid de l'arbitrage entre segments ?

Gabriel Gauthier, Infravia CP : La

thèse de départ reste la même mais l'allocation entre les segments est constamment ajustée, tout le temps, en fonction de ce qui se passe et de l'actualité. Pour prendre l'exemple du transport, on va donc être plus attentif mais cela ne signifie pas pour autant qu'il n'y aura pas de bonnes opportunités.

Laurent Fayollas, Ardian : Nous n'avons pas non plus changé notre vision. Certes certains secteurs comme les télécoms vont continuer à animer le marché, mais si des opportunités intéressantes se présentent y compris sur des secteurs comme les transports nous les regarderons. Nous nous sommes par exemple renforcés dernièrement sur les autoroutes en Italie. Nous conservons aussi notre stratégie d'investir dans des actifs réels tournés autour de services essentiels pour la collectivité, plus résilients. Et sommes moins intéressés par des sociétés de services qui ne posséderait pas une base d'actifs solide limitant par exemple l'entrée de compétiteurs. Mais aussi certains risques, comme par exemple le risque médical qui accompagne parfois certaines opérations réalisées récemment par d'autres gestionnaires dans le domaine social.

XL : Cela dit, pendant cette période-là, les hôpitaux étaient en première ligne...

Gabriel Gauthier, Infravia CP : Effectivement ! Mais je comprends nos différences d'analyse. Je la respecte tout à fait. Mais cela fait partie pour nous des services essentiels, comme cette crise-là l'a encore montré de manière évidente, et même de manière générale, y compris pour les maisons de retraite, y compris pour l'éducation. Et je pense que notre différence tient surtout à la manière dont on intègre les actifs dans l'opération. C'est là que nos thèses sont légèrement divergentes.

Laurent Fayollas, Ardian : Tout à fait d'accord, la notion d'actif réel est effectivement importante dans l'appréciation que l'on peut faire d'une opération, et je conçois que l'on puisse en donner une lecture différente.

Stéphane Calas, Cube IM : Les thèses n'ont pas changé puisque les tendances de fond – qui définissent, à la base, notre stratégie – sont les mêmes. Concernant la transition énergétique par exemple, on va continuer à se positionner sur les actifs qui en bénéficient ou qui y contribuent. Une seconde tendance de fond concerne la transition numérique : en premier lieu cela a été les réseaux télécoms, les tours, la fibre.

XL : Vous y avez d'ailleurs récemment investi en Italie.

Stéphane Calas, Cube IM : Tout à fait. C'est notre fonds greenfield CEBF, géré par une équipe dédiée, qui vient d'annoncer une transaction et on continue de notre côté d'investir de façon générale dans des actifs brownfield liés à cette transformation numérique, y compris au-delà des réseaux télécom classiques, fixes ou mobiles. Nous y travaillons et n'avons de cesse d'élargir le champ d'investigation sur l'infrastructure numérique, dont le rôle essentiel est apparu plus clairement encore pendant cette crise sanitaire. Et puis, la troisième tendance de fond ou « megatrend », c'est cette transition démographique



en cours qui a trait à l'urbanisation, au vieillissement des populations, à l'évolution de l'organisation des territoires, et qui peut requérir des infrastructures supplémentaires ou nouvelles pour répondre à d'autres besoins. Dans ce cadre, pour revenir à la question du niveau d'implication dans l'opérationnel et d'exposition souhaitable aux actifs comportant une dimension de service plus opérationnelle, cela dépend aussi bien sûr de notre positionnement stratégique et de nos organisations internes. On peut constater ici que le fait d'avoir une gestion active et d'être en contrôle des sociétés de notre portefeuille, de pouvoir directement travailler avec les équipes dirigeantes a été un facteur important pour gérer au mieux, à leurs côtés, les effets de cette crise.

XL : En d'autres termes, de pouvoir garder la main.

Stéphane Calas, Cube IM : Exactement. Pour ne pas simplement subir mais avoir les leviers pour agir rapidement. Ce qui a aussi été un facteur de sérénité, autant pour nous que pour nos investisseurs, c'est que l'on a ainsi immédiatement accès à l'information et aux dirigeants et opérationnels en première ligne, et que l'on peut immédiatement définir

des stratégies de gestion de ces crises, estimer les impacts et organiser la suite. De ce point de vue-là, la crise n'a pas fondamentalement affecté, et a même plutôt renforcé notre thèse d'investissement tant sur les secteurs que sur le mode de gestion active des participations. Ceci dit, il peut y avoir un rééquilibrage à faire au sein des portefeuilles sur le plus court terme, pour tenir compte de l'environnement économique, et sans doute que les infrastructures numériques vont encore y gagner en poids au cours des années qui viennent. Par exemple il y a juste 5 ou 10 ans, la fibre pouvait être perçue comme relevant encore trop de la « tech » et étant moins « infra » que des actifs d'énergie ou transport considérés comme vraiment « core », alors qu'aujourd'hui des investisseurs institutionnels y investissent massivement et en direct. Il y a ainsi eu, dans cette phase de crise et d'accélération liée à toute crise, des catalyseurs dans l'émergence de certains types d'actifs et une certaine évolution des perceptions. On voit en particulier que la fibre est devenue une sorte de 4^{ème} « utilité » perçue comme absolument essentielle, comme ont pu l'être jusqu'alors l'eau, le gaz et l'électricité. Il y aura donc probablement un rééquilibrage en faveur des infrastructures numériques, même si les tendances de fond et les

stratégies d'investissement qui en découlent restent les mêmes à nos yeux.

Laurent Fayollas, Ardian : Le secteur des Télécoms est un secteur très important pour nous. Nous sommes en train d'entrer au capital des tours de Telecom Italia et Vodafone en Italie. Nous consacrons aussi beaucoup de temps et d'énergie à étudier les solutions technologiques qui permettent de développer et d'optimiser l'exploitation de nos actifs infrastructures.

XL : D'où votre récent rachat de la société Wintics ?

Laurent Fayollas, Ardian : Effectivement, nous venons d'entrée au capital de la société Wintics, société d'analyse d'images, notamment issues de caméras, au travers de solution d'intelligence artificielle, qui pourra nous aider à optimiser la gestion de nos actifs autoroutiers ou aéroportuaires en terme par exemple de gestion de flux, ou de gestion du co-voiturage. Les Trois personnes de l'équipe, dont une data scientist, y réfléchissent et travaillent de façon transversale pour apporter des solutions innovantes à nos équipes de management. C'est par exemple le cas sur le renouvelable avec la mise en place d'outils d'analyse de



data de l'ensemble de nos plateformes mondiales.

XL : Et c'est aussi ce que vous avez fait chez Infravia CP avec votre fonds dédié aux nouvelles technologies...

Gabriel Gauthier, Infravia CP : Nous avons en effet un fonds dédié à la croissance avec une équipe d'investissement séparée de l'infrastructure mais au départ, la réflexion était la suivante : comment faire de la tech pour améliorer nos actifs ? Et puis ensuite on s'est aperçu que l'on pouvait faire de la tech sans la limiter à nos actifs. Le secteur est beaucoup plus large. Mais les verticales d'investissement sont les mêmes : globalisation, urbanisation, transition énergétique, etc...

Stéphane Calas, Cube IM : Plus fondamentalement, je pense qu'on ne peut pas ignorer qu'il y a une transformation numérique de l'économie en cours et qu'elle concerne également notre classe d'actif. C'est l'une des « mega trends » structurantes que nous évoquons à l'instant. Donc, soit on y participe activement, en faisant en sorte que les parkings ou autoroutes, les transports publics, les réseaux d'énergie et autres infrastructures tirent parti de ces technologies pour améliorer leur performance, leur rentabilité et garantir leur pérennité, soit on prend le risque d'être moins performant, et de ne pas réaliser les business plans d'investissement, voire de se retrouver *in fine* avec des actifs « échoués ». Pourquoi ? Parce que la performance et la qualité de service dans l'exploitation des infrastructures sont également essentielles pour la crédibilité de la société d'exploitation concernée et celle du fonds qui possède l'infrastructure sous-jacente, et de leurs positions dans le marché. En ne bénéficiant pas de gains de productivité et de services améliorés permis par la transition numérique, on devient moins performant que des

concurrents qui, eux, ont su en tirer parti. Et l'on risque de mécontenter les clients publics et utilisateurs finals, de perdre ou de ne pas renouveler les contrats, les concessions, et d'être confrontés à l'attrition de son portefeuille. En d'autres termes, nous sommes obligés de nous intéresser à ces outils technologiques, aux infrastructures digitales sous-jacentes et à la transformation numérique pour protéger la valeur de long terme des actifs essentiels que l'on a en portefeuille. Ce n'est pas uniquement une vision futuriste. C'est une démarche de recherche de performance, de productivité et donc de pérennité, à la fois pour l'exploitant et pour le fonds qui possède et finance l'infrastructure face à des collectivités locales et utilisateurs de ces infrastructures qui attendent et ont besoin des meilleurs services aux meilleures conditions. Les villes intelligentes ne sont pas encore totalement d'actualité mais vont le devenir bientôt, à mesure que les technologies, notamment pour la collecte et le traitement des données physiques, permettront d'optimiser les services essentiels comme la gestion de l'eau, la mobilité ou la collecte des déchets, d'en améliorer la qualité et d'en réduire les coûts. De façon générale, de mieux répartir la ressource rare et l'utilisation des fonds publics.

XL : Et pour ceux d'entre vous qui voyagez beaucoup, avez-vous constaté d'importantes différences régionales sur les questions que nous venons d'évoquer ?

Charles Abbey, KPMG : Je n'en ai pas eu l'impression, dans la mesure où cela dépend beaucoup des décisions gouvernementales. En Australie par exemple, il a été décidé que les voyages entre Etats n'étaient plus possibles, ce qui a conduit la principale compagnie aérienne Qantas à mettre presque 10 000 personnes au chômage et 15 000 au chômage partiel. Dans cette crise globale, beaucoup dépend de la manière dont les mesures sont mises en

place individuellement. Aux Etats-Unis, pour le moment, cela semble moins strict. C'est un peu plus « permissif », voire moins contraignant que dans certains pays européens, ce qui a pour effet de ne pas impacter les activités de la même manière. Mais sur les tendances de fond, ce sont les mêmes problématiques quand on prend l'Asie, les transitions énergétiques ou numériques. Quand on se penche sur l'international, il faut aussi regarder la capacité des gouvernements à avoir des fonds pour supporter leurs besoins, ou faire venir du privé. Et à ce moment-là, il y a des mesures d'insertion un peu différentes. Et puis il y a le niveau, je dirais, de la qualité de l'infrastructure sous-jacente. Certaines régions en manquent cruellement et il existe alors des plans pour les faire venir.

Laurent Fayollas, Ardian : De nos échanges au sein de l'équipe et avec nos investisseurs, nous avons très vite compris que les mêmes questions allaient se poser, que les actifs se situent en Europe, au Chili ou aux Etats-Unis, certes parfois avec quelques semaines ou quelques mois de différence. C'est intéressant parce que cela nous a permis de pouvoir anticiper les sujets de certaines zones, et de favoriser les discussions et la mise en place de solutions. Nous avons beaucoup poussé ces échanges, à la fois durant la crise du Covid mais aussi de manière plus permanente, favorisant une intelligence commune, et l'amélioration de la gestion de chaque société.

XL : Et qu'en est-il plus précisément des Etats-Unis, dont l'économie semble surperformer celle de l'Europe ?

Laurent Fayollas, Ardian : Sécurité du personnel, approvisionnement... On a eu les mêmes sujets, mais décalés dans le temps. D'un point de vue plus politique il y a bien sûr des divergences, mais économiquement,

ce qui se passe sur le terrain est assez similaire.

XL : Et discute-t-on autant, entre fonds, de cessions d'actifs ? Quel est aujourd'hui le niveau d'activité réel du marché brownfield ?

Stéphane Calas, Cube IM : Les équipes continuent et ont continué durant le confinement à travailler, depuis la maison, sur les transactions en cours et ont pu en initier de nouvelles pendant toute la période. Il y a eu des cessions, des levées de fonds, en dette, en capital, il y a aujourd'hui des sorties qui se passent généralement plutôt bien. Je dirais juste que les processus se sont sensiblement allongés pour laisser, d'une part, aux intervenants le temps de s'organiser en interne, bien conscients notamment que les comités d'investissement sont un peu plus difficiles à organiser dans ces circonstances, ou que les banques pour les financements pouvaient avoir également besoin de plus de temps pour instruire les dossiers et traiter les urgences. D'autre part, pour tenir compte de l'allongement des délais administratifs dans l'obtention de certaines autorisations. Globalement, tout a plutôt bien fonctionné, les marchés de crédit sont restés ouverts et les transactions ont pu progresser, sur des calendriers certes sensiblement allongés. A telle enseigne que nous allons très bientôt annoncer des investissements initiés juste avant le confinement.

Gabriel Gauthier, Infravia CP : Cela s'est tout de même un peu ralenti pendant la période mars-avril, mais aujourd'hui notre courant d'affaires est tout aussi important qu'avant, si ce n'est plus. Donc c'est très actif aussi bien en investissement qu'en cessions. Le marché était en effet assez cher il y a quelques mois mais je ne suis pas sûr qu'il descende. Compte tenu du niveau de résistance qu'il a montré durant la crise, il est





permis de penser que la valorisation des actifs ne diminuera pas, bien au contraire.

Stéphane Calas, Cube IM : Bien sûr cela dépend des secteurs. Il y a probablement plus de transactions aujourd'hui dans les Télécoms que dans les Transports par exemple, parce que les infrastructures Télécoms offrent actuellement plus de visibilité et moins d'incertitudes quant aux scénarios post Covid, et donc un moindre décalage de valorisation entre acquéreurs et vendeurs. S'il y a un plan d'affaires robuste sur lequel les parties arrivent à s'entendre, la transaction aura lieu aujourd'hui comme elle aurait eu lieu il y a 6 mois. Et à des niveaux de valorisation similaires. Là où il peut y voir davantage de blocages, c'est lorsque le propriétaire de l'actif mise sur un scénario de retour à la normale très rapide face à un acquéreur forcément plus prudent, qui va s'appuyer sur des plans d'affaires plus durablement dégradés. Il y aura alors de fortes chances d'écarts de valorisation insurmontables qui vont geler ou empêcher toute transaction.

Laurent Fayollas, Ardian : Au final, beaucoup de secteurs n'ont pas ou peu été affectés. Du coup, acquisitions

et cession se poursuivent pour ceux-là. Je pense notamment au secteur des renouvelables, des Télécoms, du stockage, des réseaux, etc... Ce qui a changé en revanche, c'est la manière de travailler. Il est aujourd'hui beaucoup plus difficile de voyager et de se rendre à l'étranger, et discussions et autres réunions vont devoir être beaucoup plus digitalisées. Chacun va devoir apprendre donc à travailler d'une manière nouvelle, peut-être pour une période plus longue qu'anticipée...

XL : Confirmez-vous, Laurent, ce que vient d'être dit sur la partie financement ?

Laurent Chabot, SG CIB : Oui. Par exemple, sur un dossier de fibre optique où nous étions conseil financier d'un consortium en phase d'appel d'offre, l'offre finale a été faite en février, l'attribution s'est faite en avril avec une signature finale en juillet; tout s'est déroulé dans les délais prévus et le financement est resté en ligne avec l'offre de février. Au total, la fibre optique est restée un moteur du secteur de l'infrastructure en Europe, avec pour notre équipe de Paris sept financements signés sur les sept premiers mois de l'année et un



volume total de financement de l'ordre de 5 milliards d'Euros. En termes de financement, les besoins de ce secteur sont massifs, que ce soit en France, en Allemagne ou dans plusieurs autres pays européens. Le secteur des transports est actuellement ralenti, mais il y a des projets en cours et on a un projet de transport autoroutier qui devrait être refinancé cette année en Europe de l'Est, sous forme de PPP. Et puis il y a le vaste domaine de la transition énergétique, notamment les projets de valorisation énergétique. Le marché des financements d'infrastructures est donc demeuré actif avec de grandes syndications qui se sont passées convenablement, même s'il faut peut-être un peu plus de prêteurs. Mais la liquidité est là, tant pour les banques que pour les fonds de dette et les investisseurs institutionnels. Ce qui est un peu attristant c'est la déréliction du Marché de Partenariat en France, même dans le cas du contrat de performance énergétique, domaine où les besoins sont considérables, mais où la Région Ile-de-France a néanmoins récemment annulé son appel d'offres après la remise des offres finales. C'est un outil, en France, qui périclité. Espérons qu'il soit relancé dans le contexte de la transition énergétique. Après reste la concession qui a fait la preuve de sa souplesse et de sa capacité à s'adapter à de nombreux secteurs

XL : un modèle français d'ailleurs. Et que peut-on dire du récent plan de relance annoncé par le gouvernement ?

Geoffroy Berthon, Orrick : Nous regardons le marché des fusions-acquisitions mais aussi celui du développement, donc des projets, pour essayer d'identifier ce qui pourrait être lancé dans les prochains mois. Nous avons identifié des projets déjà lancés ou en cours. Il y a, à ce stade, notamment plusieurs projets d'autoroutes et des projets d'éolien en mer. Si l'on se réfère au précédent de la crise financière de 2008, qui avait



généralisé de nombreux projets en France dans le cadre de la relance, la tendance - qui n'est plus au bâtimentaire massif - semble aujourd'hui un peu différente. Il y a néanmoins une volonté de l'Etat de poursuivre, par exemple, le plan France Très Haut Débit et de continuer à couvrir les zones peu couvertes aujourd'hui. L'Etat a aussi confirmé son intention de moderniser le réseau ferroviaire et le cas échéant, de créer de nouvelles sections régionales. Par ailleurs, l'un des sujets en vogue est celui de l'hydrogène, avec la perspective de faire de la France un champion de l'hydrogène vert. C'est une belle perspective car il va falloir se doter d'infrastructures capables de transporter des volumes importants. Le processus en est néanmoins encore plutôt au début. Il y a encore quelque temps, on pensait que c'était une technologie très coûteuse, mais justement l'Etat désire y apporter son soutien comme il l'a fait par exemple avec l'éolien en mer. L'idée est en quelque sorte de subventionner cette industrie de manière à ce qu'il y ait un plus grand volume de projets et, de cette manière, que les coûts baissent. Il y enfin les hôpitaux, sur lesquels le récent plan de relance est un peu moins explicite. On sent cependant une volonté, ce qui est normal au sortir de la crise sanitaire, de moderniser le parc hospitalier.

XL : Et que pensez-vous, autour de la table, de ce plan de relance ?

Charles Abbey, KPMG : On ne sait pas encore comment l'hydrogène va s'articuler dans la thèse de la transition énergétique et les infrastructures, en tout cas c'est une thématique mise sur la table. Ce que nous remarquons toutefois est qu'il y a moins de « single assets »/mono technologies dans les portefeuilles et qu'au contraire que la tendance est de constituer des plateformes multi énergies dans le domaine de la transition énergétique.



L'hydrogène pourrait donc trouver sa place dans ces stratégies multi-énergie. Mais c'est encore un peu tôt pour se prononcer.

Gabriel Gauthier, Infravia CP : L'hydrogène, pour le moment, marche difficilement d'un point de vue économique. Mais si on réfléchit à la transition énergétique, on peut décarboner l'électricité avec des sites d'énergie renouvelable, mais il va falloir ensuite savoir comment gérer les intermittences sur le réseau. Reste la question de la décarbonisation du transport. L'hydrogène est une solution. Elle n'est pas économique aujourd'hui, mais comme le solaire ne l'était pas il y a 15 ans. Cela l'est désormais dans certaines régions et cela le sera de plus en plus. Il faut donc mettre les moyens, industrialiser, encourager la recherche et développement. Comment les gouvernements vont-ils mettre l'argent à disposition ? Vont-ils mettre en place un système de tarifs subventionnés ? Je ne le sais pas, mais peut-être aurons-nous un rôle à jouer dans cette optique-là, qui consiste à faire de l'hydrogène une solution énergétique pour le transport crédible.

Stéphane Calas, Cube IM : Après avoir analysé l'hydrogène "propre" dit vert, nous étions tous arrivés à cette conclusion que pour devenir un mode



de stockage intéressant, notamment pour les énergies renouvelables, la solution à l'équation de la rentabilité économique restait encore à trouver. Maintenant, si l'hydrogène devient un secteur fortement subventionné soutenu par une volonté politique forte, peut-être ces solutions vont-elles plus rapidement se dessiner. Restera ensuite, selon les applications, la question du rendement énergétique global de l'opération consistant à transformer de l'électricité en hydrogène pour re-transformer cet hydrogène en électricité à la sortie. Pour les véhicules légers et leur utilisation courante, quoique l'on fasse, cela risque de rester toujours moins intéressant que les véhicules à batterie. Mais dès lors que l'équation financière fonctionne et qu'il y a une volonté des différents intervenants de la filière et un soutien politique, l'hydrogène pourrait jouer un rôle très intéressant, notamment pour le stockage, la mobilité lourde, certains process industriels, etc.

Laurent Fayollas, Ardian : Les solutions de transition énergétique sont des sujets que nous suivons avec beaucoup d'intérêts. Jusqu'à présent nous avons principalement mené des réflexions et/ou investi au travers de sociétés du portefeuille comme par exemple les systèmes de charge de véhicules électriques avec Indigo, ou



les solutions de stockage d'hydrogène avec EWE ou LBC.

Stéphane Calas, Cube IM : Il y a aussi une question de « timing ». A l'époque où nous étions l'actionnaire principal d'Idex, celle-ci avait commencé à installer quelques stations-services à hydrogène. Mais lorsque l'on fait ainsi un investissement très, voire trop, en avance de phase, le niveau de rentabilité n'est généralement pas très élevé, comme nous en avons alors fait l'expérience. Encore une fois, tout est une question de trouver le bon moment. Si l'on investit trop tard, on paie les actifs cher et la performance du fonds en est affectée et si on le fait trop tôt, on attend... au détriment du rendement !

Laurent Fayollas, Ardian : La même question se pose aussi sur la mobilité électrique: et même si les choses s'accélèrent, a-t-on atteint un seuil minimal de solution de charge pour que le système fonctionne économiquement ?

Stéphane Calas, Cube IM : L'hydrogène, a priori, ne va pas être la solution pour le véhicule particulier, ne serait-ce que pour des raisons de coûts et de rendement énergétique. Les nouveaux modèles de véhicules développés par les grands groupes

automobiles sont aujourd'hui essentiellement des véhicules électriques, du tout électrique ou de l'hybride. L'offre de véhicules à pile à combustible, fonctionnant à l'hydrogène, reste pour le moment extrêmement limitée et plusieurs constructeurs automobiles ont annoncé se concentrer uniquement sur les véhicules électriques à batterie et abandonner leurs projets hydrogène. Pour de se lancer dans la construction d'une infrastructure offrant un maillage national à destination des véhicules hydrogène légers, il faudrait être prêts à attendre 15 voire 30 ans avant de voir se développer des modèles, un parc de véhicules et une montée en puissance commerciale, permettant à terme l'émergence d'une base de clientèle suffisante. Aujourd'hui, la première phase de la transition vers la mobilité durable semble donc plutôt devoir s'articuler autour du véhicule électrique à batterie, pour les particuliers en tous cas, et du déploiement de l'infrastructure de recharge correspondante.

XL : Pour conclure quelle est, selon vous, une infrastructure essentielle au temps du coronavirus ?

Laurent Fayollas, Ardian : Pour moi la définition reste la même. Et si l'on veut s'assurer d'une résilience



forte – y compris par gros temps- il me semble important d'investir dans une « infrastructure » réelle et que l'on propose à travers elle un service « essentiel » à la collectivité.

Stéphane Calas, Cube IM : La définition n'a pas changé. Simplement, tout le monde a pris conscience, s'il ne le savait pas déjà, qu'un certain nombre d'incidents non prévisibles peuvent affecter ces infrastructures. Et le test, précisément, a été de vérifier la résilience de ces actifs, y compris dans un scénario aussi extrême que celui que nous avons vécu, et la nécessité d'avoir un portefeuille diversifié sectoriellement et géographiquement.

XL : Et qu'avez-vous appris, chacun dans son métier, avec la crise du Covid ?

Charles Abbey, KPMG : Dans les modèles les plus impactés il y a eu des débats, à un certain moment, avec des acteurs qui se posaient la question de l'intérêt d'avoir pour partenaire une personne publique, dans un cadre réglementé, plutôt que des clients. Mais selon moi, les télécoms et la fibre ont, quelque part, renforcé ce premier modèle. En revanche la question que je me pose concerne les modèles de développement reposant sur le trafic : Comment se prémunir,

en amont, non pas contre le virus en lui-même mais, comme le disait Geoffroy, contre la réponse des gouvernements ? Je pense aussi qu'en fonction des comportements observés dans certaines infrastructures, de nouvelles offres de services pourraient émerger.

Laurent Fayollas, Ardian : Ma première réflexion est qu'il ne faut pas oublier que les crises peuvent arriver. Et même si par nature les actifs infrastructures peuvent être plus résilients que ceux d'autres classes d'actifs, il convient de mettre en place des structurations financières raisonnables, et de diversifier ses actifs. Ma seconde réflexion est que le télétravail fonctionne pour une très grande partie de la population. On l'a vu concrètement. Cela veut dire qu'il va falloir que l'on mesure quels vont en être ses impacts, à la fois sur nos investissements mais aussi sur la manière dont on va gérer nos équipes.

Laurent Chabot, SG CIB : Les bases de l'infrastructure sont restées les mêmes, et sa résilience a été confirmée. S'agissant du télétravail, ce que nous avons remarqué, c'est une dématérialisation totale de certaines procédures jusqu'à la signature électronique qui a été utilisée assez largement.

Gabriel Gauthier, Infravia CP : Effectivement les crises peuvent arriver. Comme je le disais, Infravia CP a été créé en 2008, époque à laquelle on nous disait que c'était la crise du siècle et qu'on ne revivra pas une crise de cette profondeur-là. Or on s'aperçoit aujourd'hui qu'on vit une crise profonde, différente, mais tout aussi profonde. Et on peut dire qu'au-delà même de nos activités, les infrastructures ont répondu présent. Notre pays a tenu durant le confinement, la population a pu manger et être soignée, les accès à l'énergie ou aux télécoms ont été maintenus ce qui constitue un enseignement positif.

Geoffroy Berthon, Orrick : Pour ce concerne le volet juridique, nous avons eu l'occasion de réexplorer des théories classiques comme la force majeure, l'imprévision ou le fait du prince, tout en ayant à analyser de nouveaux textes législatifs ou réglementaires parus, dans certains cas, le matin même. Gérer en même temps le très ancien et le très nouveau était une expérience des plus intéressantes ! ■