

6 Avril
2021



ROMAIN DECHELETTE
InfraVia



CÉLINE BILLANT
CDPO



NICOLAS MALLET
Antin IP



**LES RENCONTRES D'EXPERTS
SPÉCIAL INFRASTRUCTURE**



AMAURY DE FEYDEAU
White & Case



PÉNÉLOPE DIETSCH
ICG Infrastructure



THOMAS LEFEBVRE
Isquared Capital



CHARLES ABBEY
KPMG



ROGER CANIARD
MACSF



DONATIEN CHENU
Alvarez & Marsal



Chez White & Case LLP 19 Place Vendôme, 75001 Paris

LA CRISE A ENCORE RENFORCÉ L'INTÉRÊT des investisseurs pour l'infrastructure

L'année 2020 aura été un accélérateur de tendances pour les infrastructures. Face à l'attractivité majeur du secteur et un renforcement de la concurrence sur un nombre d'actifs restreint, les acteurs ont dû faire évoluer leur pratique pour atteindre leurs objectifs de création de valeur. A l'instar du Private Equity, les fonds d'infrastructure prennent désormais une approche plus active et plus opérationnelle dans leurs participations, et n'hésitent plus à entrer en partenariat avec de grands corporates stratégiques pour déployer du capital ou à élargir le spectre de leurs investissements. Neuf acteurs majeurs de la place française sont venus discuter avec nous de ces évolutions.

Magazine des Affaires : Bonjour à tous et ravi de vous retrouver. Pour commencer, il serait bon de faire un état des lieux du marché. Lorsque nous avons vu certains d'entre-vous il y a six mois, tous avait constaté la résilience des infrastructures. Alors que nous approchons la fin du premier trimestre 2021 et que nous avons désormais des éléments chiffrés, ce sentiment s'est-il confirmé dans vos portefeuilles ?

Romain Dechelette, Infravia Capital : Le marché infra est en effet resté très actif ces derniers mois avec un volume de transactions assez soutenu, porté par les bonnes performances des actifs. Dans le même temps, il s'est polarisé avec quelques secteurs qui ont tenu le haut de l'affiche, notamment les télécoms, les ENR et les infrastructures de santé qui ont été particulièrement résilients dans nos portefeuilles. Les infrastructures de santé sont d'ailleurs un point notable parce que la crise du Covid a mis lumière le sous-investissement du secteur et la valeur à créer pour des acteurs comme nous.

Nicolas Mallet, Antin IP : Je suis d'accord. Les télécoms et les infrastructures sociales ont particulièrement bien performé pendant la crise. Nous avons d'ailleurs

quatre investissements télécoms dans nos fonds III & IV qui ont été extrêmement résilients. Du côté des infrastructures sociales, notre stratégie d'investissement remonte au premier fonds et c'est vrai qu'à l'époque certains se posaient la question de savoir s'il s'agissait autant d'infrastructures que d'autres secteurs comme les transports ou l'énergie. Cette crise a mis en lumière cette verticale comme étant une classe d'actifs infrastructure à part entière. Nous avons donc continué nos investissements dans le secteur avec le réseau de pharmacies Hippocrates en Italie et les crèches Babilou l'été dernier, mais ce n'est pas lié à une inflexion de stratégie liée à la crise sanitaire, cela a toujours fait partie de notre stratégie d'investissement. Après on voit effectivement que le marché se porte bien. Il y a eu quelques coups d'arrêts ici et là en fonction des restrictions et du temps d'adaptation de l'activité transactionnelle à la voie numérique, mais aujourd'hui la reprise est là, et la question est je pense de savoir à quelle vitesse elle va avoir lieu, et notamment dans certains secteurs comme le transport.

Thomas Lefebvre, I-Squared Capital : Notre expérience a été assez similaire, même si différente du fait que nous soyons aux Etats-Unis. Je

ne suis pas allé à New York, où je me déplace pour faire des affaires, depuis décembre 2019 par exemple. Et donc comme cela a été dit il a fallu faire des transactions par voie numérique, ce qu'on ne pensait pas réussir au début de la crise. Récemment nous avons l'acquisition de Star Leasing, une société de location de matériel roulant sur route, dont nous avons rencontré l'équipe sur Zoom il y a un peu plus d'un an et nous avons construit un projet de partenariat de cette façon. Il a fallu plusieurs mois avant de pouvoir rencontrer les équipes en personne. Et sur ce point je rejoins ce qu'a dit Nicolas dans le sens où la crise a ouvert de nouvelles brèches dans la définition de l'infrastructure, et notamment dans la logistique. La question de la supply chain est devenue particulièrement importante aujourd'hui, et alors qu'avant on regardait surtout les transports traditionnels, les actifs comme la location de matériel roulant non-ferroviaire vont devenir plus prégnant à mon avis. Nous nous sommes lancés dans la location de châssis pour les terminaux portuaires il y a un peu de temps, et depuis certains de nos concurrents sont entrés dans la danse. Idem en Europe, où nous avons fait l'acquisition d'une société de location de semi-remorques. Il y a cinq ans, nous n'aurions jamais imaginé

Nicolas Mallet

- Nicolas Mallet est associé d'Antin Infrastructure Partners, qu'il a rejoint en 2011.
- Il est membre du conseil d'administration de quelques sociétés en portefeuille telles que Incea et Amedes du Fonds II et Kisimul et Hesley du Fonds III. Il a également suivi les sociétés en portefeuille du fonds I telles que Pisto, FPS Towers et Bina Istra.
- Avant d'être investisseur, Nicolas a été banquier d'affaires dans l'équipe M&A d'UBS mais aussi avocat d'affaires chez Clifford Chance et Ashurst.



être complètement intégré dans la chaîne des châssis et semi-remorques entre l'Europe, le Canada et les Etats-Unis. C'est un secteur où on a vu beaucoup de rebonds après un début de crise difficile, notamment du fait d'une vague de modernisation de la chaîne d'approvisionnement en Asie, en Europe et en Amérique du Nord qui a rendu le secteur très porteur pour nous.

Magazine des Affaires : Et dans les infrastructures sociales, vous êtes dans Domidep en France.

Thomas Lefebvre : C'est le réseau d'EHPAD dont nous avons fait l'acquisition, oui. Il a commencé à croître à l'étranger et nous regardons d'autres opportunités similaires en Europe. Mais là encore, ce n'est pas un secteur dans lequel on se voyait investir il y a encore trois ans. On a d'ailleurs eu un peu peur parce que notre investissement dans Domidep a eu lieu juste avant la crise du covid, mais heureusement les équipes de gestion sur place ont extrêmement bien géré la crise après les premiers balbutiements, avec une très bonne résilience du secteur.

Magazine des Affaires : Pénélope, est-ce une vision partagée chez ICG ? Comment s'est développée la relation avec vos LPs ?

“Sur les 24 derniers mois, il y a eu une explosion de deals minoritaires majeurs où les stratégiques arrivent à la fois à maximiser la valeur de leurs infrastructures parce que le marché est bouillonnant, mais également à en garder le contrôle.”

Nicolas Mallet

Pénélope Dietsch, ICG Infra : Notre année 2020 a été favorable et je rejoins tout ce qui a été dit par mes confrères. Notre portefeuille étant très orienté télécom et transition énergétique, nous n'avons pas eu de problématique de résilience et le portefeuille a même plutôt été porté par certains besoins accrus pendant la crise, comme la

data dans les télécoms. Nous avons eu la chance de rencontrer les équipes de management avant la crise pour nos récentes acquisitions, à l'instar du producteur d'énergie renouvelable CVE, et je ne pense pas qu'il aurait été possible de mener cela entièrement de façon « virtuelle ». D'ailleurs, nous utilisons les fenêtres entre les confinements pour être le plus actif possible au niveau des rencontres. En 2021, je ne sais pas si on a encore toute la visibilité pour savoir comment cela va se passer.

Concernant nos LPs, je pense que cette période a démontré un besoin de plus de communication et de transparence sur la réalité des actifs, ce qui est très bien et a permis aux investisseurs de mieux comprendre leur performance court terme. Nous avons eu de façon proactive encore plus d'échanges et je pense que c'est une tendance qui restera dans notre classe d'actifs. Je ne pense pas que les investisseurs y passeront autant de temps que pendant la crise, mais c'est une dynamique positive qui va continuer.

Roger Caniard, MACSF : Tous les fonds n'ont pas eu la même politique durant la crise. Certains ont fait des



Roger Caniard

- Diplômé de Dauphine (Maîtrise), de Sciences-Po (DESS) et de l'ESCP (Master), Roger Caniard débute sa carrière comme analyste financier. Après un passage à AG2R La Mondiale (gestion actions) et chez KBL (banque conseil en fusions-acquisitions), il rejoint en 1995 la MACSF (Mutuelle d'assurances du corps de santé français). Depuis 2014, il est directeur financier, membre du COMEX.
- Fondé en 1935, le Groupe MACSF est le Premier assureur des professionnels de santé, depuis plus de 80 ans, au service de toutes les personnes exerçant une profession de santé en France.
- Fin 2018, le groupe MACSF représente plus de 28 milliards d'euros d'actif.

points très réguliers, avec un détail de l'impact sur les participations en mensuel, et d'autres où nous avons eu moins de suivi. mais c'est vrai que pendant cette période pour ceux qui ont fait l'effort de nous donner les informations cela a été utile et apprécié de notre côté.

Romain Dechelette : C'est typiquement ce que nous avons fait, d'autant que ce n'était pas notre première crise puisque Infravia a été créé en 2008. Disons que nous avons quelques réflexes, et dès le 1er mars, lorsque la Covid commençait à faire tanguer un peu les choses, nous avons mis en place un reporting LP bi-mensuel sur toutes nos participations qui se focalisait sur la sécurité des personnes, la topline et la liquidité. Nous avons communiqué de façon très transparente avec des réajustements positifs ou négatifs au fil des semaines. Typiquement notre portefeuille avait beaucoup d'actifs télécoms, fibre et data centers, dont la croissance s'est accélérée pendant la crise. Nous étions par ailleurs exposé sur des actifs de transport, notamment dans les conteneurs via une participation

portuaire en Italie et là il fallait expliquer où en était le trafic, comment nous avons mis les Opex sous contrôle, quelles étaient les perspectives... Petit à petit nous sommes passés d'un point bi-mensuel, à un point mensuel quand

“Il nous paraissait plus logique à l'époque de ranger la santé du côté du Private Equity, parce que lorsque vous êtes au conseil d'administration de ce genre de groupes vous vous rendez compte qu'il faut être très proche des sociétés concernées.”

Roger Caniard

les choses se sont stabilisées. Nous avons clairement vu que cela avait été apprécié des LPs.

Magazine des Affaires : Nicolas, Antin faisait parti des bons élèves ?

Nicolas Mallet : J'espère en tout cas que nous avons été perçus comme tels. Nous avons fait des choses assez similaires à ce qui a été dit auparavant, en mettant en place une communication spécifique à la situation que nous avons vécue l'année dernière, très détaillée pour tous nos LPs, sachant que nous avons plus de 150 investisseurs à travers le monde. Je ne pense pas cependant que la communication avec les LPs va, en général, évoluer au-delà de ce qui a pu se faire au cours de la crise.

Un dernier point pour nous a été l'expérimentation de la levée de fonds à distance, et je dois dire que l'expérience a été plutôt concluante. C'est évident lorsque la relation existe déjà, mais même avec de nouveaux investisseurs les choses peuvent se faire assez naturellement à travers les outils numériques. Nous avons ainsi pu finir le fundraising du fonds IV et lancer le fundraising d'autres produits, notamment un fonds mid cap dans la foulée.

Magazine des Affaires : Céline, vous avez une forte exposition sur le marché français, avec un peu plus du

Romain Dechelette

- Romain Déchelette est directeur des investissements d'Infravia, qu'il a rejoint en 2012 après un parcours professionnel chez Bouygues Construction .
- Il a une solide expertise industrielle et commerciale en particulier dans le domaine des infrastructures contractuelles et sociales, avec une solide expérience dans plusieurs juridictions en Europe, au Canada et en Afrique du Sud.
- Pour mémoire, Infravia a levé environ 5 Md€ et a investi dans 33 entreprises (La dernière en date étant Sandaya).



quart des investissements européens de la CDPQ. Quelle vision avez-vous des actifs français, et comment votre portefeuille s'est-il comporté durant la crise ?

Céline Billant, CDPQ : La Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) a toujours eu un lien fort avec la France de par son histoire et sa francophonie. Ainsi notre principal bureau européen est à Paris. Notre équipe Infrastructure a une approche de long-terme pour ses investissements (“buy and hold”). Notre portefeuille Infrastructure fait plus de 30 milliards de dollars canadiens (19,3 milliards €) pour une trentaine d'actifs au total. Comme nous visons de doubler notre portefeuille dans les prochaines années à environ 60 milliards de dollars canadiens d'ici quatre ans, nous cherchons à accroître la taille des tickets investis. En lien avec cette volonté de déploiement, nous avons aujourd'hui la capacité d'étudier un spectre élargi, tant sur la gouvernance (minoritaire ou majoritaire), que le secteur ou le profil de risques. Nous cherchons toujours à bâtir des partenariats de long-terme, aux côtés des industriels ou des

équipes de management. Concernant les actifs en France, nous avons de belles plateformes avec par exemple Keolis, qui continue de se développer à l'international, mais aussi Colisée qui est un groupe de maisons de retraite

“La clef des partenariats avec les industriels, est d'avoir les garde-fous qui permettent de conserver la neutralité des infrastructures, mais aussi d'assurer une liquidité correcte.”

Romain Dechelette

paneuropéen et dont nous sommes devenus actionnaires l'année dernière. Notre forte présence à Paris est un plus pour investir et accompagner des actifs qui rayonnent en Europe ou à l'international depuis la France.

Magazine des Affaires : L'ambition est de porter la part des infrastructures à 15% du portefeuille, contre près de

9% aujourd'hui. Vous arrêtez donc les co-investissements ?

Céline Billant : On donne désormais la priorité à une stratégie d'investissement direct associée à une gouvernance active que l'on soit actionnaire minoritaire ou majoritaire. Notre approche demeure très partenariale et nous valorisons l'alignement d'intérêts sur le long-terme.

Magazine des Affaires : Donatien, quelles tendances avez-vous pu constater sur le marché en 2021 ?

Donatien Chenu, Alvarez & Marsal : Beaucoup d'éléments ont déjà été évoqués et bien décrits avant, notamment sur quels secteurs de l'infrastructure ont été les plus résilients. Une partie du transport a été particulièrement chahutée et des conversations difficiles sont en cours autour de certains acteurs. La plupart des autres sous-secteurs ont bien performé, avec notamment cette tendance de l'infra de tendre vers le core+ et le core++. C'est intéressant, et on voit fréquemment des batailles entre des fonds d'infrastructure et



Charles Abbey

- Associé, Transaction Services KPMG, Infrastructure et Énergie. Charles comptabilise plus de 20 années d'expérience sur les secteurs Infrastructure et Énergie, 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.

de Private Equity sur certains actifs, l'éducation étant un exemple, comme on a pu le voir sur AD Education. Parallèlement et comme dit précédemment, les prix se sont envolés dans les télécoms. Les valorisations sont devenues particulièrement élevées, notamment sous l'impulsion d'acteurs comme Cellnex, mais on note aussi une tendance de marché très forte où ces infrastructures ont gagné en importance et en "essentialité" du fait de la crise sanitaire. Un élément sur lequel je voudrais au sujet de la communication est qu'on est passé graduellement d'une communication participations/fonds très financière au début de la crise à une communication plus rassurante et qualitative aujourd'hui. L'accent est mis sur la robustesse de l'entreprise en général, mais aussi des équipes de management, leur capacité à naviguer en temps de crise. Aujourd'hui dans les questions qui sont posées par les fonds d'infra, on ne demande plus seulement "est-ce que cet actif est vraiment infra-like ?"

mais on va beaucoup s'enquérir sur les équipes de management. Un autre élément que l'on voit se développer est l'importance des aspects opérationnels pour les fonds d'infrastructures. Quels sont les indicateurs, les services et les

“Les plans de rotation d'actifs qui étaient en cours ont été accélérés par la crise du covid, tandis que la place prise sur le marché par la classe d'actifs infrastructure fait se poser beaucoup de questions aux grands corporates.”

Charles Abbey

leviers d'amélioration que je peux mettre à la disposition d'une société qui vient d'entrer en portefeuille ? De plus en plus de fonds infra prennent

un rôle actif et développent le concept d'Operating Partner à l'instar du Private Equity. Cette tendance va continuer à s'étendre au cours de l'année 2021.

Magazine des Affaires : Amaury, les deals se poursuivent mais tous les risques n'ont pas encore disparu. Avez-vous observé des évolutions sur les prospectus juridiques, avec des clauses d'ajustements de prix par exemple ?

Amaury de Feydeau, White & Case : Il y a je pense plusieurs réponses à cette question. Les processus de signatures ont beaucoup changé avec la crise, avec le passage à la signature électronique qui s'est généralisé. C'est quelque chose que tout le monde a vécu, je pense, autour de cette table, et cela a un impact sur le transactionnel parce que les négociations nécessitent que les gens se rencontrent à un moment, et ce n'a pas été le cas pendant près d'un an. Les closings sont d'ailleurs

Amaury de Feydeau

- Amaury de Feydeau est associé au sein du groupe Développement et Financement de Projets de White & Case. Depuis plus de vingt ans, il intervient auprès de ses clients sur tous les aspects de financement de projets, immobilier, structuré et restructurations. Il accompagne les banques et sponsors dans le cadre d'opérations complexes dans les domaines de l'énergie, des infrastructures, des télécoms et de l'immobilier.
- Amaury intervient sur des projets de télécom (DSP THD de Loire-Atlantique, refinancement de GSM-R, financement de réseaux de fibre optique, projets « Morgat », « Saint-Malo », « Asterix », « Eagle », « Quimper », rachat de COVAGE), autoroutiers (A69, RCEA, A41, A355, L2/A507 et A150), ferroviaires (refinancement des LGV Tours - Bordeaux, Eurotunnel et BPL), aéroportuaires, portuaires et bâtementaires (CEGELOG, Centre Aquatique Olympique, Balard, TGI de Paris, Arche de la Défense, Stade Vélodrome de Marseille, Seine Musicale de l'Île Seguin, diverses universités).



un peu plus longs qu'historiquement. Les signatures électroniques se sont démocratisées et sont de plus en plus utilisées notamment dans les financements où il y a beaucoup de documentation. C'est une aide relative sur les gros closings et les gros financements de projets, compte-tenu du nombre de signataires et de documents à signer qui peuvent rendre la signature électronique longue et complexe.

Concernant les clauses juridiques, j'ai envie de dire qu'on voit peu de retour d'ajustement de prix ou de Mac clauses. On en a vu de façon très ponctuelle, et tout particulièrement au début du confinement l'an dernier, lorsque certaines banques avaient des difficultés de refinancement sur les marchés. Mais cela reste un phénomène très épisodique et limité, il ne faut pas y voir une généralisation sur le marché, bien au contraire, et ce d'autant que les prix sont revenus très rapidement à leur niveau d'avant-crise. Ce que nous voyons d'un point de

vue juridique c'est que le marché est particulièrement stable, avec des ajustements de prix qui se font surtout en fonction des classes d'actifs et des actifs sous-jacents. Il existe plusieurs marchés dans les infrastructures, et

“Le marché des infrastructures est particulièrement stable aujourd'hui, avec des ajustements de prix qui se font surtout en fonction des classes d'actifs et des actifs sous-jacents.”

Amaury de Feydeau

aujourd'hui ce qu'on voit surtout c'est que les télécoms sont la classe d'actifs la plus recherchée, aussi bien les tours télécoms que la fibre. Ce dernier étant le plus concurrentiel avec des phénomènes de prix qui sont assez

élevés en réponse à la forte liquidité présente sur le marché mais aussi à une certaine réticence de la part des investisseurs à aller chercher d'autres secteurs qui sont aujourd'hui un peu plus risqués.

Magazine des Affaires : La polarisation du marché ressort de tous nos échanges. C'est donc aussi l'occasion d'approcher le marché sous un autre angle, d'avoir de nouvelles approches. Thomas, c'est quelque chose que vous faites régulièrement ?

Thomas Lefebvre : En quelque sorte. Nous avons une stratégie un peu dual. Nous allons regarder des actifs de grosse taille à condition que l'actif en question ait des problèmes, et dans ce cas nous investissons de gros tickets dans des sociétés que nous allons ensuite restructurer grâce à une approche très opérationnelle - comme cela a été évoqué nous avons des operating partners qui sont habilités à

Donatien Chenu



- **Managing Director, Transaction Advisory Group, Alvarez & Marsal.**
- **Au cours de ses 20 années de due diligence financière et audit, Donatien a développé une expertise approfondie des secteurs énergie et télécoms notamment. Donatien a récemment travaillé, en France et à l'international, sur Uniper, Vattenfall, CNIM, ainsi que plusieurs transactions de chauffage urbain, de smart meters et de tours de télécommunications.**
- **Les équipes Transaction Advisory d'Alvarez & Marsal rassemblent plus de 175 professionnels en Europe, dédiés aux opérations de due diligence financière, au sein d'un réseau international multi-activités regroupant plus de 5,000 personnes.**

rentrer directement dans la société et aider les équipes de direction à injecter du capital de manière intelligente. Si jamais on est sur des secteurs très concurrentiels, nous préférons prendre une approche de plateforme, en allant chercher une équipe avec un petit actif et payer un multiple correct, avec pour stratagème de faire grossir la plateforme autour d'une équipe de premier rang. Par exemple en ce moment nous sommes en train de lancer une plateforme de fibre au Texas, parce qu'il s'agit d'un État où le secteur de la fibre est très fragmenté, y compris dans les grosses villes et il y a donc la possibilité d'avoir une approche double en faisant du FttH et faire l'acquisition d'une foule de petits réseaux de fibre locaux déjà existants à des valorisations attrayantes, ce qui va accélérer l'expansion de la plateforme initiale. C'est une des manières de jouer habilement la carte des télécoms dans un marché où les multiples sont devenus assez délirants, et je pense que Nicolas pourra attester de cela puisque Antin a fait une bonne acquisition il y a un peu plus d'un an aux États-Unis et entre temps les multiples n'ont pas cessé de croître pour les actifs de

grande taille, sauf si ce dernier a des problèmes structurels.

Charles Abbey, KPMG : La thématique de plateforme qui vient d'être évoquée est très intéressante

“Quels sont les indicateurs, les services et les leviers d'amélioration que je peux mettre à la disposition d'une société qui vient d'entrer en portefeuille ? On voit de plus en plus de fonds infra prendre une participation active et développer le concept d'Operating Partner.”

Donatien Chenu

car elle s'applique à un nombre croissant de segments du secteur et des stratégies de création de valeur. Dans l'énergie, l'hydrogène, par exemple, sujet d'actualité est loin d'avoir

trouvé sa martingale pour des justifier des investissements stand alone de fonds d'infrastructure. Toutefois une stratégie d'investissement pourrait être l'intégration de sujets hydrogènes prometteurs dans des plateformes ENR à vocation multi-énergies en complémentarité des technologies pour préparer l'après-tarif régulés et contribuer aux réponses à l'intermittence énergétique. Je note aussi cette année une attention bien plus importante de nos clients sur les sujets ESG et des demandes accrues de diligence sur ces aspects en phase d'investissements. Du côté de nos grands corporates Français, la mise en application de leur plan de rotation d'actifs, parfois accéléré par la Covid, reconnaît et cible bien plus explicitement les investisseurs infrastructure. En effet nous avons toujours eu en France beaucoup d'actifs d'infrastructures, détenus au bilan de nos grands groupes de construction, d'énergie ou de télécom - et non pas externalisés comme au Royaume-Uni par exemple, où les corporates ont bien plus financé les actifs autour de PFI et PPP hors bilan et sont généralement plus dotés dans cette classe d'actifs. Les

Céline Billant



- **Basée à Paris au sein de l'équipe Infrastructures, Céline Billant joue un rôle actif dans l'élaboration et la gestion des investissements en infrastructures de la CDPQ en Europe. Mme Billant compte plus de 16 ans d'expérience en finance et en investissement dans le domaine des infrastructures, particulièrement en concessions et en partenariats publics privés (PPP) dans le secteur du transport. Avant de se joindre à la CDPQ en 2019, elle a travaillé pendant 8 années chez VINCI Airports.**
- **Elle a notamment participé à l'établissement du bureau régional de VINCI Airports à Singapour en 2015, où elle a ciblé des opportunités de concessions en Inde, en Asie du Sud-Est, au Japon et dans la région d'Asie-Pacifique, tout en y établissant des partenariats avec des joueurs locaux de premier plan.**

plans de rotation d'actifs qui étaient annoncés ont été accélérés par la crise du covid, et les stratégies de cession intègrent de manière grandissante le besoin des investisseurs. On voit ainsi de plus en plus de dossiers qui sont marketés Infra ou Infra-Like, soit dans un objectif de cession complète ou soit dans un objectif de trouver des partenariats à long terme avec les fonds. Céline a mentionné tout à l'heure l'historique de la CDPQ dans ce domaine, et je pense qu'aujourd'hui les grands industriels français réalisent l'opportunité que cela représente pour eux - on l'a vu notamment dans les télécoms où il y a eu de nombreuses cessions et partenariats pour les tours et les réseaux de fibre en zones non dense.

Donatien Chenu : Je suis tout à fait d'accord. Les grands groupes français, qui sont par ailleurs de nouveau très acquisitifs, sont aussi en train d'étudier des cessions d'actifs et regardent avec attention le marché des infrastructures du fait des valorisations atteintes dans cette classe d'actifs. A titre d'exemple bien sûr il y a beaucoup d'activités autour de Suez et d'Engie mais aussi

autour de groupes en difficulté. Les fonds d'infrastructures ont également de plus en plus d'appétit pour aller vers ces situations, et savent se rendre confortables avec des carve-outs parfois

“Nous avons la capacité de faire du core très traditionnel à du core ++ qui n'ont pas les caractéristiques des infrastructures traditionnelles mais une résilience tout aussi forte. Cela permet de rester sur des tickets élevés tout en gardant un pipeline solide au niveau du portefeuille.”

Céline Billant

très complexes. Ce sont des situations que l'on va voir de plus en plus dans les mois et les années à venir.

Pénélope Dietsch : Il va en effet y avoir un double effet d'opportunité

du fait de cessions d'actifs devenus non stratégiques pour ces industriels mais aussi du fait de la recherche de partenaires pour des activités qui sont lourdes en Capex. Avoir un partenaire financier pour investir dans ces infrastructures est en train de se développer à grande vitesse. C'est quelque chose auquel nous croyons vraiment dans nos équipes du fait de notre ADN industriel, venant notamment de chez EDF et Alstom. La logique de partenariat aura encore plus de sens dans les années à venir.

Donatien Chenu : Cela rejoint ce qui a été mentionné juste avant sur la création de valeur. La création de valeur va se jouer sur le déploiement et les investissements en capital post-cession. Les fonds développent ce savoir là, comme on l'a évoqué avec le sujet des operating partners. Et effectivement le partenariat industriel fait également beaucoup de sens dans cette logique. Comment le capital va-t-il être déployé au mieux dans les mois après l'opération ? Il est de moins en moins possible pour les investisseurs de rester passif et on revient au thème de la qualité de l'équipe de

Penelope Dietsch



- Pénélope Dietsch est associée directrice au sein de l'équipe d'ICG Infrastructure, basée à Paris.
- ICG Infra est un fonds d'infrastructure qui investit dans le segment du « mid-market », principalement dans la transition énergétique, les télécoms et les transports en Europe de l'Ouest. ICG est une société de gestion d'actifs avec plus de €45Mds sous gestion.
- ICG Infra a récemment investi dans l'énergie, avec des investissements dans CVE (un producteur & développeur indépendant spécialisé dans les énergies renouvelables) et Ocea Smart Building (compteurs intelligents et bornes de recharges pour véhicules électriques) et dans les infrastructures télécom avec Oceinde Communication et TNG (fibre optique).

management et sa capacité à délivrer de la valeur, parce que ce sont les premiers investissements qui vont confirmer le choix de l'équipe.

Romain Dechelette : C'est vrai que la France est un marché qui apparaît assez actif au niveau des corporates, mais au niveau européen la vague que l'on a connue ces dernières années, avec de grosses opérations dans les utilities, est quand même moins soutenue qu'à l'époque. Je pense à Vattenfall, Eon ou encore Fortum, même si son plan de désinvestissement est encore en cours.... Je dirais presque qu'au contraire, on voit revenir des stratégies d'acquisition importantes chez certains corporates comme les majors qui ont fait pivoter leur stratégie et achètent beaucoup d'actifs renouvelables à des prix très élevés, sans parler de Cellnex dans les télécoms qui enchaîne les acquisitions.

Une autre tendance importante pour les corporates, particulièrement dans les télécoms où les besoins d'investissement sont colossaux, que ce soit dans la fibre, les datacenters ou

la 5G est l'apparition de partenariats entre les fonds et les grands opérateurs. C'est typiquement ce que nous avons fait au travers d'une joint-venture innovante avec Iliad pour accélérer le

“Cette période a démontré un besoin de plus de communication et de transparence sur la réalité des actifs de la part des LPs, ce qui leur a permis de mieux comprendre leur performance court terme.”

Pénélope Dietsch

déploiement de la fibre dans les zones rurales françaises. Dans un marché de conquête, le succès repose beaucoup sur la vitesse d'exécution : en un an la JV a déjà déployé presque 800 millions d'euros de financement et 700 millions de plus sont prévus l'année prochaine.

Amaury de Feydeau : Cette polarisation du marché ne concerne pas que la France, c'est le cas en Europe et dans d'autres régions du monde. Les télécoms sont un cas un peu spécial en France parce que nous sommes en avance sur ce secteur, et on a tout de même eu de belles opérations cette année avec Orange, Covage, et on a vu pas mal d'opérations se faire à l'étranger. Un autre secteur proche des télécoms qui n'a pas encore été évoqué est celui des data centers. C'est un secteur intéressant parce qu'il est à la périphérie des télécoms et on commence à voir apparaître des stratégies de jumelage des télécoms et des data centers chez certains acteurs. Du côté des transports, on ne va pas évoquer le cas des aéroports, même si je pense qu'il va y avoir de vraies opportunités de restructuration. Autrement, le ferroviaire est en train de bouger. Il y a plusieurs appels d'offres en cours sur les lignes régionales, notamment dans le Grand Est et en région PACA, tandis qu'on voit aussi des opérations se préparer autour du matériel roulant, notamment au niveau de son financement, qui devrait se faire

Thomas Lefebvre



- Partner au sein d'I-Squared Capital, responsable de la zone Amériques, basé à New York.
- Créé en 2012 par une équipe issue de Morgan Stanley Infrastructure, où Thomas était Portfolio Manager pour la zone Amériques, I-Squared est un fonds d'infrastructure qui investit principalement dans l'électricité, le secteur intermédiaire d'hydrocarbures, les transports, les services aux collectivités et les télécom, dans les Amériques, en Europe, et en Asie (notamment Inde et Chine).
- I Squared gère environ 19 Mds\$ et a récemment réalisé une levée de 7 Mds\$. Les investissements d'I Squared se répartissent entre projets greenfield et des actifs déjà existants. Les fonds d'I Squared possèdent et gèrent environ 10 gigawatts de centrales électriques sur quatre continents, dont environ 4 gigawatts d'énergies renouvelables.

prochainement et qui sont des dossiers assez importants pour attirer, je pense, l'attention du marché. La cession d'Ermewa, la société de location de wagons de fret de la SNCF, est également en cours et plusieurs fonds sont en train de regarder le dossier. Il faut donc s'attendre à un certain regain d'activité dans les transports en 2021 et 2022. Il est aussi intéressant de voir dans le greenfield que quelques dossiers sont en cours : il y a le dossier Cegelog, qui concerne l'immobilier de logement pour l'armée et qui est un gros dossier d'infrastructure sociale avec 24.000 logement sociaux, il y a aussi un portefeuille de participations dans un ensemble d'actifs d'infrastructure sociale qui est en cours de cession.

Enfin un dernier point sur le secteur de l'énergie. Il y a beaucoup d'opérations dans les énergies renouvelables et le secteur a été très résistant à la crise. Ce sont des actifs qui sont toujours en cours de développement, et certains gros dossiers sont en cours en France notamment dans le domaine de l'éolien en mer. Un point qu'il me paraît important de soulever est que nous voyons désormais des opérations

autour de l'hydrogène qui dépassent le stade de la simple réflexion et deviennent de vraies opérations de développement d'infrastructures. Les industriels sont aussi sur le coup,

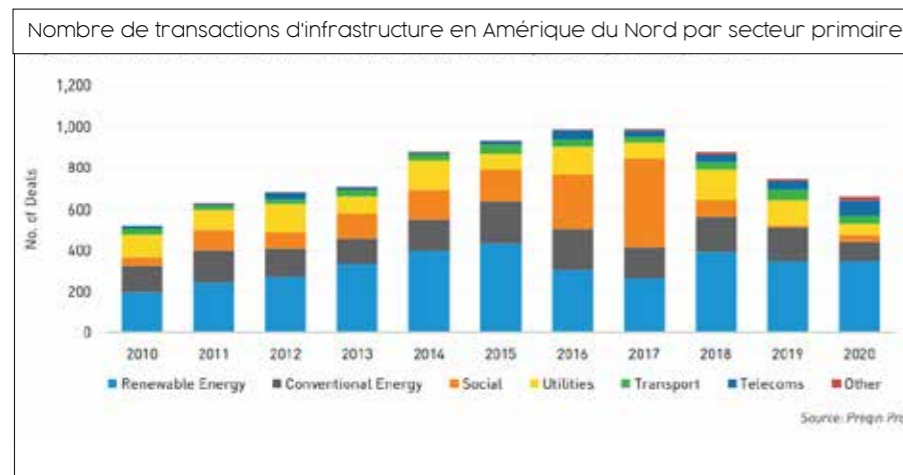
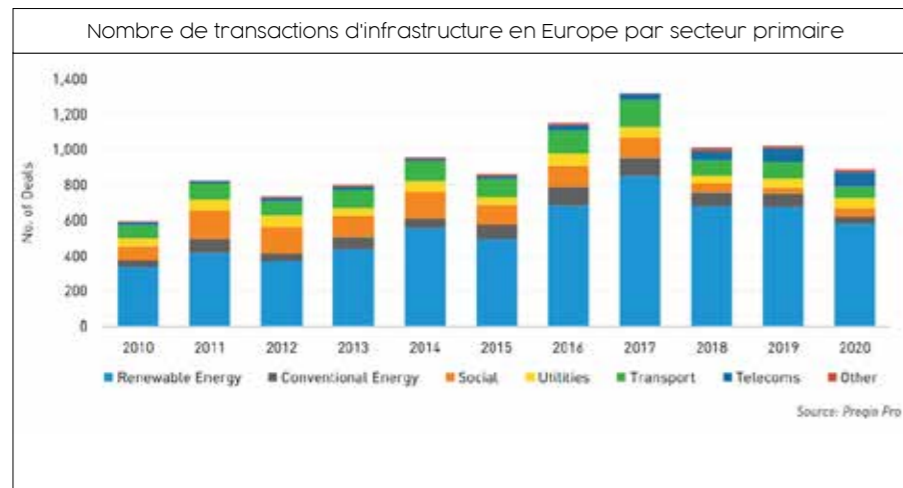
“La crise a ouvert de nouvelles brèches dans la définition de l'infrastructure, et notamment dans la logistique. La question de la supply chain est devenue particulièrement importante aujourd'hui.”

Thomas Lefebvre

puisque comme vous le savez tous Total et Engie ont joint leurs forces pour se lancer dans ce secteur, et on voit aussi l'hydrogène s'intégrer à d'autres projets énergétiques ayant des objectifs plus mixtes. En quelques mots donc, le marché est resté assez actif voir très actif, avec des volumes importants de transactions sur des actifs assez divers.

Magazine des Affaires : Céline, comment la CDPQ approche-t-elle la création de valeur ?

Céline Billant : En termes de sous-jacent, l'infrastructure répond très bien aux attentes des déposants de la CDPQ. La création de valeur passe beaucoup par la qualité de nos partenariats et de l'équipe du management. Elle se résume par notre volonté d'apporter du capital constructif et une compréhension fine de l'alignement d'intérêt des parties. Nous prêtons beaucoup d'importance aux réflexions ESG car elles apportent, entre autres, une clé de lecture quant à la pérennité de la licence d'opérer sur des temps longs. Enfin nous abordons la création de valeur à travers la diversité des profils de risques. Nous avons la capacité d'investir dans un spectre large d'actifs infrastructure du supercore aux actifs core +. Ces derniers ne rentrent pas toujours dans la définition traditionnelle des infrastructures mais démontrent un caractère essentiel et une résilience tout aussi forte.



Nicolas Mallet : Pour rebondir sur le sujet des partenariats avec les stratégiques, ce qui est clair c'est que le covid n'a arrangé personne, mais les besoins d'investissement dans les ENR ou les télécoms n'ont eux pas changé. On est aujourd'hui, je l'espère, sur la fin de la crise et donc bientôt dans le "monde d'après", avec des besoins d'investissements conséquents en même temps qu'une paupérisation globale de l'économie et des finances des stratégiques. C'est là que les fonds ont un rôle à jouer, comme cela a été dit, en accompagnant les corporates pour permettre d'aller plus vite dans le financement des infrastructures. Une des tendances clé du marché des télécoms est la mutualisation des investissements. Si on y ajoute le fait que les corporates ont pu voir la valeur de l'infrastructure, cela va aller très vite. Regardez le marché des télécoms : sur les 24 derniers mois, il y a eu une explosion de deals minoritaires

majeurs, où les stratégiques arrivent à la fois à maximiser la valeur de leurs infrastructures parce que le marché est bouillonnant, mais également à en garder le contrôle. C'est assez nouveau sur le marché et il reste à voir si cela va durer. Ce qu'il est important de garder en tête en revanche, est l'impact de ces deals minoritaires sur le principe de la neutralité des infrastructures. Les fonds peuvent être des garants de ce principe, parce que c'est ce qui permet, in fine, de maximiser la valeur.

Thomas Lefebvre : Cela peut aussi poser quelques problèmes en termes de sortie. Il y a souvent de barrières qui sont mises en place par le stratégique au niveau du partenariat parce que bien évidemment ils n'ont pas envie de voir entrer dans leurs sociétés d'infrastructures un concurrent ou un nouveau partenaire tous les 6 ou 7 ans. Il faut penser à la façon dont on va en sortir, comment le faire dans le

cas où l'on est minoritaire et qu'on doit composer avec un stratégique qui ne veut pas racheter les parts au bon prix... C'est très important, comme le soulignait Romain, de bien structurer ces partenariats, et notamment lorsqu'il s'agit d'une pratique un peu nouvelle pour nous acteurs des infrastructures.

Romain Dechelette : Tout à fait. La clef de ces partenariats est d'avoir les garde-fous qui permettent de conserver la neutralité des infrastructures mais aussi d'assurer une liquidité correcte afin de rendre ces opérations pérennes à travers le temps.

Charles Abbey : Cette réflexion pose aussi la question du régulateur. Avec la crise, on a l'impression que le régulateur est plus présent et peut ou doit apporter des modifications significatives. Beaucoup de fonds s'éloignent des sujets régulés et préfèrent des actifs leur permettant d'être en relation directe avec leurs clients, avec une demande forte de long terme. La crise actuelle révèle que c'est peut-être la situation la plus pérenne en comparaison à des actifs où la protection de la régulation vient avec les risques de décision défavorable du régulateur. Idem sur la question des subventions ; il y a quelques années, c'était une nécessité sur les dossiers de fibre en zone blanche. Aujourd'hui, la demande pour du digital est telle que de la compétition se juge sur la capacité d'un fonds à rendre le dossier rentable sans passer par la case subvention.

Magazine des Affaires : Roger, comment percevez-vous ces questions en tant qu'investisseur et LP ? Vous êtes très présent dans la santé avec des actifs comme Vivalto Vie par exemple.

Roger Caniard : C'est assez drôle parce que nous avons découvert que nous faisons de l'infrastructure, du coup. Ça fait longtemps que nous avons décidé d'être présent dans les cliniques et les EHPAD, mais ça

n'avait jamais été envisagé comme des investissements d'infrastructures au départ, et aujourd'hui on voit en effet les fonds de cette classe d'actifs infrastructure s'y intéresser. Je dois dire qu'à l'époque ça nous paraissait plus logique de ranger la santé du côté du Private Equity, parce que lorsque vous êtes au conseil d'administration de ce genre de groupes vous vous rendez compte qu'il faut être très proche des sociétés concernées. D'ailleurs on a eu beaucoup de propositions de fonds pour aller investir sur des concurrents des groupes dans lesquels nous étions investisseurs mais nous n'avons jamais voulu avoir à gérer ce genre de situations délicates, donc nous n'avons pas donné suite.

Romain Dechelette : Je pense que dans les infrastructures sociales et particulièrement la santé, la question clef est celle de la réglementation. Si je prends l'exemple des maisons de retraites, alors qu'en France il y a un quasi numerus clausus avec une barrière à l'entrée assez forte parce qu'elle est dans la licence et non pas dans l'immobilier, l'Allemagne est un marché très différent et beaucoup plus commercial qui correspond moins aux critères des fonds d'infrastructures et plus à ceux du Private Equity.



Thomas Lefebvre : Je suis d'accord avec Romain. Nous avons investi dans les EHPADs en France, mais nous n'avons pas l'intention de le faire aux Etats-Unis parce qu'il n'y a pas de réglementation dure. Aux Etats-Unis, c'est de l'immobilier et quasiment n'importe qui peut monter une maison de retraite et c'est donc difficile de se positionner sur le secteur en tant qu'acteur d'infrastructure, et même dans le secteur de la santé en général. On a beaucoup cherché et on pense aujourd'hui avoir trouvé

une opportunité, mais ce ne sera certainement pas dans les maisons de retraite. Dans ce domaine, c'est l'Europe qui offre le plus d'opportunités, et notamment dans des pays qui ont des systèmes similaires à la France. Pour rebondir sur ce que disait Roger, je pense qu'il faut prendre en compte le fait que l'infrastructure, en tant que classe d'actifs, a beaucoup changé ces dernières années et ne regarde plus forcément des rentes de situation mais plutôt des sociétés et des secteurs qui ont une barrière à l'entrée, qu'elle soit





grand plan d'investissement dans les infrastructures annoncé par l'administration Biden ? Ce n'est pas la première fois que cela tomberait à l'eau.

Thomas Lefebvre : C'est vrai qu'il y a eu plusieurs plans ces dernières années, à commencer par l'administration Bush en 2008 pour stimuler l'économie. Obama a fait pareil, et Trump aussi avait un plan infra. Le problème de ces trois plans est qu'ils n'adressaient pas le problème majeur des Etats-Unis, qui est que l'Etat fédéral n'a pas une emprise très claire sur les États locaux qui gèrent les infrastructures. Les USA sont un pays très démocratique au sens strict du terme, avec énormément de gens élus à tout un tas de niveaux et avec des prérogatives très précises. Et donc selon l'infrastructure il faut s'adresser à l'Etat, au comté ou à la ville, ce qui laisse peu de moyens à l'Etat fédéral pour influencer les décisions des gouvernements locaux. C'est ce qui a fait capoter le plan infra d'Obama, qui n'avait pas pris en compte cet aspect là et ne fournissait que des aides financières et des incitations fiscales aux Etats. De ce que nous voyons, l'approche du plan Biden n'est pas la même. Ils sont en train de mettre au point des systèmes d'incitation

réglementaire ou non. Elle peut même être mise en place par la suite via la création d'une plateforme dominante sur le marché afin de protéger les actifs. Mais bien évidemment, au fur et à mesure du temps il y a beaucoup de fonds d'infrastructure qui sont apparus et les valorisations montent vite dans de nombreux sous-secteurs, ce qui nous force à innover et à élargir le spectre d'investissement, et donc l'empreinte

du secteur infrastructure. Il est clair qu'il y a encore une dizaine d'années nous regardions essentiellement la génération d'électricité, le transport d'électricité et de gaz, le rail et les ports, en tout cas aux Etats-Unis. Mais depuis ça s'est étoffé.

Magazine des Affaires : Puisque l'on est sur le sujet des Etats-Unis, quelles sont les attentes vis-à-vis du

Critères de performance par millésime des fonds d'infrastructures non coté

Vintage	No. of Funds	Median Called (%)	Median Dist. (DPI) (%)	Median Value (RVPI) (%)	Median Net IRR (%)	Median Net Multiple (X)
2019	22	26.0	1.6	94.0	n/m	0.99
2018	36	54.6	1.3	100.6	n/m	1.04
2017	28	62.5	1.0	102.4	2.6	1.06
2016	42	83.0	11.0	98.5	8.4	1.10
2015	35	87.8	22.6	100.1	10.9	1.24
2014	19	96.1	52.1	83.3	13.3	1.43
2013	31	94.6	52.7	70.3	9.4	1.33
2012	24	96.0	48.9	90.2	8.9	1.32
2011	17	100.0	46.3	48.7	7.9	1.31
2010	21	100.0	101.0	27.0	12.3	1.65
2009	10	100.0	99.9	36.6	9.0	1.47
2008	21	99.3	95.1	25.5	9.4	1.49
2007	15	100.0	138.6	13.6	8.7	1.52
2006	13	99.3	90.0	2.8	6.3	1.48

Source: Preqin Pro

plus forts, notamment concernant la modernisation des infrastructures existantes, principalement dans les infrastructures de transports et télécoms. L'approche est meilleure, mais je tiens à dire que cela ne garantit en rien que le plan sera un succès pour le pays. Et donc c'est aussi difficile de dire si les fonds infrastructure auront un rôle immédiat à jouer dans ce plan d'infrastructure. Il va falloir prendre un peu de temps pour déterminer où les opportunités existent pour nous. Cela veut dire se concentrer sur des États où les partenariats public-privé ont déjà marché, se positionner pour aider les gouvernements locaux à comprendre pourquoi il vaut mieux faire affaire avec des bailleurs de fonds privés, chose sur laquelle ils sont assez réticents en général. Par contre, il est tout à fait possible de se positionner sur ce qui va aider le plan d'infrastructure à se mettre en place. Si le plan marche vraiment, il va falloir refaire des milliers de ponts et de routes ce qui va entraîner une forte

demande d'asphalte. Or aujourd'hui aux Etats-Unis il y a un vrai problème dans le domaine de la distribution et de l'approvisionnement en asphalte. Un autre thème possible est l'industrie des services autour des grands axes visés par le plan infra. Biden cherche à stimuler l'éolien maritime, est-ce que nous en tant que fonds d'infra on va s'y lancer lorsque l'on sait que cela peut prendre plus de dix ans pour développer l'actif ? Ça ne colle pas forcément. En revanche, on sait que ces fermes vont être construites et qu'il est possible d'investir dans les bateaux de maintenance et de logistique qui vont servir pour ces fermes, ou pour l'installation de stations de pré-construction des éoliennes maritimes. Pour nous les opportunités se trouvent là dans les services, et c'est un exemple très concret de l'évolution de la définition de notre classe d'actifs au fil des années.

Magazine des Affaires : Qu'en est-il de l'Europe ?

Charles Abbey : La priorité est plutôt au développement des infrastructures de stockage de l'électricité et à la modernisation du rail, même s'il est vrai que de nombreux pays doivent encore continuer à investir dans les télécoms. Cependant de mon point de vue je ne vois pas encore beaucoup de ruissellement des plans de relance européens dans les projets français. ■