

TABLE RONDE

Infrastructure

2019

Dans les locaux du cabinet d'avocats Orrick Rambaud Martel

Le 05 novembre 2019



Les nouveaux réseaux de l'infrastructure



Porté par un marché qui a retrouvé sa liquidité et un fort besoin d'investissement dans les infrastructures, nouvelles comme anciennes, le secteur de l'infrastructure ne manque pas d'opportunités. Mais les acteurs de la place doivent cependant faire face à la concurrence des investisseurs internationaux et des corporates. Prise de risques, renforcement de l'origination des deals, partenariats avec des corporates, nouveaux modèles juridiques... Huit spécialistes reviennent sur les méthodes pour garder une longueur d'avance dans un secteur en pleine évolution.

© Fabrice de Silans

Xavier Leloup : Pour commencer, nous allons aborder le sujet des nouvelles technologies. Il y a aujourd'hui toute une nouvelle dimension ayant attiré à la collecte des données d'usage des infrastructures. Athanasios, InfraVia a tout récemment lancé un fonds d'investissement croissance de 300 millions d'euros spécialisé sur cette question de l'analyse des données.

Athanasios Zoulovits, InfraVia : Absolument, mais avec cette initiative on vise plus large que l'analyse des données. On lance une stratégie de fonds "growth" infratech dédié. Comme constaté lors des précédentes tables rondes, la digitalisation est de plus en plus présente dans le secteur des infrastructures et plus généralement dans les secteurs B2B. Les nouvelles technologies potentialisent

les infrastructures traditionnelles et optimisent leur utilisation, ce qui permet de créer beaucoup de valeur. Nous nous sommes aperçus, au cours des dix dernières années de notre histoire, qu'il y a un vaste écosystème de la "tech" qui gravite autour de nos secteurs : par exemple dans la gestion de mobilité dans le transport, de la medtech dans la santé, des développeurs de software dédiés à l'optimisation de la consommation dans l'énergie... Il y a donc une véritable opportunité d'investissement qui va au delà de l'optimisation de nos sociétés de portefeuille. Nous avons donc voulu bien nous équiper pour saisir cette nouvelle opportunité pour le compte de nos clients institutionnels. D'autant plus maintenant qu'en Europe tout une génération de sociétés investies par les fonds venture arrive en maturité et a besoin de financement en equity pour

passer le cap du venture et devenir nos futures ETI. Il s'agit donc d'une nouvelle stratégie dédiée qui est liée à notre culture et à l'écosystème des infrastructures. Mais le sous-jacent reste des sociétés de la "tech".

Xavier Leloup : Donc hors mandat.

Athanasios Zoulovits : Plutôt hors scope pour un fonds "classique" d'infrastructure. C'est une classe d'actifs à part entière, avec une stratégie qui nécessite des équipes de gestion dédiées. La tech est un monde qui a sa propre dynamique et ses propres codes. Cela ne change rien au fait que dans notre métier d'investisseur en infra et notamment en asset management on passe beaucoup de temps à analyser et mettre en place des solutions liés aux nouvelles technologies qui peuvent apporter de la valeur à nos actifs...

Athanasios Zoulovits

- Athanasios Zoulovits est Associé chez InfraVia Capital Partners, responsable de l'origination et la structuration des transactions propriétaires dans le secteur des infrastructures en Europe.
- Avant de rejoindre InfraVia en 2013, Athanasios a travaillé chez Société Générale CIB et Access Capital Partners, où il a acquis une expérience significative en investissement et financement d'actifs réels dans les zones EMEA et Asie. Il siège au conseil d'administration des sociétés de portefeuille suivantes : Mater Private (Irlande), SAVE (Italie), Next Generation Data (Royaume-Uni) et Alkion Terminals (Pays-Bas).
- Athanasios est diplômé de l'ASOEE (Athènes, Grèce) et est titulaire d'un Master de Science de la Cass Business School (Londres, Royaume-Uni).



Stéphane Grandguillaume, 3i Infrastructure : C'est un constat que je partage avec Athanasios. Nous utilisons de plus en plus de technologies, notamment l'IoT afin d'optimiser la performance et la durée de nos actifs. Sur TCR, nous contrôlons la qualité de notre parc d'équipements en permanence pour mieux les utiliser et les allouer. Sur Tampnet, qui fournit des services de fibre haut-débit aux plateformes pétrolières, la technologie nous permet d'optimiser nos interventions. Pour Valorem, elle nous permet de mieux gérer l'obsolescence des turbines et d'allonger leur durée de vie. La technologie, notamment IOT nous permet d'améliorer la performance des actifs et surtout de mieux la connaître, donc d'affiner nos modèles et les rendre plus prédictibles, plus robustes, plus « infra ». L'apport de ces technologies est donc essentiel pour les infrastructures, mais elles ne sont pas de l'infrastructure elle-même.

Athanasios Zoulovits : Oui, et en effet nous ne positionnons pas cette stratégie en tant que fonds infrastructure...

Mounir Corm, Vauban Infrastructure : Je pense que pour un gérant d'infrastructure, les nouvelles technologies posent deux sujets : d'une part, sur les stratégies d'investissement et d'autre part en asset

management. Dans l'investissement, comme vous l'avez dit à juste titre, une partie du secteur ne relève pas du domaine de l'infrastructure. En revanche, il y a des infrastructures qui sont issues de la révolution digitale et il est primordial pour un gérant d'anticiper ces évolutions. Cela veut dire créer un réseau et des relations industrielles et anticiper l'origination d'un

“Les nouvelles technologies potentialisent les infrastructures traditionnelles et optimisent leur utilisation, ce qui permet de créer beaucoup de valeur.”

Athanasios Zoulovits

deal flow afin de pouvoir investir dans ces actifs une fois qu'ils sont matures. C'est par exemple ce que nous avons fait sur la fibre optique, dans laquelle nous avons investi très tôt il y a une dizaine d'années dans les premières générations de réseaux. Nous avons développé une

stratégie ambitieuse avec Axione mais nous sommes vraiment rentrés dans ce nouveau secteur en restant dans le domaine de l'infrastructure avec des concessions, et des actifs monopolistiques et régulés. Ensuite dans l'asset management, comme le disait Stéphane, il faut être vigilant. Les infrastructures peuvent être là depuis des dizaines d'années, comme les autoroutes ou les parkings, mais leur caractéristiques principales peuvent être disruptées ou générer de nouveaux services si l'on sait prendre en compte les évolutions de tendances liées aux nouvelles technologies, comme par exemple la collecte de données d'usage. Chez Indigo par exemple, ce sujet a été anticipé avec la création d'un pôle digital et le développement d'Op&Go, permettant tout à la fois de générer de l'upside pour le reste de l'activité de la société et en anticipant les transformations du secteur pour être, demain, un acteur clef du secteur de la mobilité durable en France. Je pense qu'il est clef pour un gérant d'actif d'être en toujours en alerte sur les deux aspects, investissement et asset management.

Xavier Leloup : Guillaume, cela fonctionne également comme cela chez ICG ? Vous avez notamment fait l'acquisition d'Océa Smart Building.



Stéphane Grandguillaume

- Stéphane est associé responsable du bureau de Paris pour l'infrastructure (sociétés et projets) et de l'origination des projets Infrastructure en Europe. 3i gère environ 5 Mds € en infrastructure qui sont répartis dans des sociétés pour deux tiers de la valeur nette des actifs et des projets pour un tiers de cette valeur. 3i a développé un modèle de gestion long terme permettant d'assurer un rendement immédiat et des perspectives de croissance à ses investisseurs. L'équipe a déjà levé 7 fonds en Europe. Les principaux secteurs incluent les énergies renouvelables, la communication, le transport, les réseaux et l'infrastructure sociale.
- Parmi les dossiers récents, on peut citer Ionisos, premier fournisseur de stérilisation à froid pour l'industrie médicale et la pharmacie en France, TCR, premier fournisseur d'équipement au sol (tracteurs, passerelles, tapis roulant...) pour les aéroports en Europe (présent dans 100 aéroports); Valorem, un des premiers développeurs éoliens indépendants en France (près d'1GW développés dont 400MW en propre) ; ou encore divers actifs core en Europe (Autoroute N636 en Espagne, Trains DISA en Allemagne et Autoroutes Fermoy et Limerick en Irlande).

Guillaume d'Engremont, ICG : Oui en effet. Ce qui est intéressant dans cette activité, l'installation/location de compteurs eau et chaleur, c'est qu'elle est née il y a 15 ans au sein du groupe Suez, donc chez une des "Utilities" traditionnelles. Les ingénieurs s'étaient déjà rendu compte qu'il fallait apporter des services supplémentaires à leurs grands clients et l'analyse précise de la consommation au sein des bâtiments s'est développée. Et désormais, c'est le numérique qui donne à cette activité l'opportunité de se transformer en offrant toujours plus de services à valeur ajoutée à ses clients - c'est ce qu'on appelle le "smart metering", terme que certains ont parfois galvaudé. Si on regarde cela au niveau de la classe d'actifs infrastructure, le numérique a été à la fois à l'origine d'une troisième grande verticale, qui a émergé après l'énergie et le transport, mais vient aussi bien sûr se poser de manière transversale en impactant les autres secteurs de l'infrastructure. Ainsi les infrastructures numériques représentent aujourd'hui une part importante de nos opportunités d'investissement (fibre, tours, data centers), mais la bonne maîtrise des jeux numériques est aussi une condition

de survie pour nos actifs dans un nouvel environnement où la concurrence entre les plateformes est aujourd'hui de plus en plus forte. C'est aussi une projection à long terme dans le sens où il s'agit de développer des opportunités et de s'assurer que nous pourrions revendre à terme ces actifs dans

“La technologie, notamment IOT nous permet d'améliorer la performance des actifs et surtout de mieux la connaître, donc d'affiner nos modèles et les rendre plus prédictibles, plus robustes.”

Stéphane Grandguillaume

les meilleures conditions. Chez OCEA, cela passe par exemple par le développement de nouveaux produits et services à destination de leurs clients actuels. Je pense par exemple

aux copropriétés et aux bailleurs sociaux, auxquels OCEA propose aussi désormais d'installer des bornes de recharge pour véhicules électriques : ils vont avoir besoin d'optimiser et suivre la consommation de ces nouveaux équipements.

Mounir Corm : C'est l'idée. Pour rebondir sur ce que vient de dire Guillaume, je trouve le marché des bornes de recharge électrique très intéressant. Nous avons tendance à le comparer au secteur de la fibre optique d'il y a dix ans : c'est encore balbutiant, avec un modèle concessif qui commence à émerger et un modèle économique hésitant, mais on voit déjà des régions ou des syndicats mixtes commencer à lancer des appels d'offres pour construire ces équipements.

Stéphane Grandguillaume, 3i Infrastructure : Je renchéris sur mes collègues puisque nous avons investis dans Joulz, qui gère des compteurs électriques et gaz au Pays-Bas et a la même approche des bornes de recharge électrique. En ce qui concerne la définition de l'infrastructure numérique présentée par Guillaume, pour moi la limite de l'infrastructure,

Mounir Corm

- Directeur Général Adjoint et Partenaire Fondateur de Vauban Infrastructure Partners, Mounir Corm était auparavant responsable adjoint de l'activité Infrastructure générale de Mirova, poste qu'il occupe depuis 2008. Il y a développé une connaissance approfondie du marché du Core Infrastructure.
- Au cours de sa carrière, Mounir a travaillé sur plus de 2 milliards d'euros d'investissements en actions sur un certain nombre d'infrastructures européennes et a activement participé au développement et à la levée de fonds pour de nouveaux fonds, contribuant ainsi au développement de la croissance européenne de l'entreprise ainsi que son réseau de clients internationaux. Il a dirigé les stratégies d'origination et d'exécution d'opérations de Mirova et est également directeur de divers actifs et sociétés d'infrastructure (tels que Indigo dans les transports, Oslofjord dans les services publics, Arema dans les infrastructures sociales) en Europe.
- Mounir a commencé sa carrière chez PwC en tant que conseiller auprès d'organismes publics. Il est titulaire d'une maîtrise en affaires publiques de Sciences-Po Paris et d'une maîtrise en affaires de HEC.



c'est plutôt le côté passif et actif. Y a-t-il un risque de changement technologique majeur qui pourrait affecter ton business model ? La fibre, ou la mise à disposition de bornes, c'est du passif, l'actif est là pour durer. L'IOT c'est de l'actif, sa durée de vie est plus courte.

Mounir Corm : Oui. Et puis avec une infrastructure passive mieux vaut avoir un monopole naturel ou contractuel, une bonne régulation, des cash flows stables... C'est pour cela que nous préférons aller sur des modèles concessifs ou en financement de corporate avec un contrat d'équipement exclusif.

Athanasios Zoulovits : On ne va pas refaire le débat de la définition des infrastructures ! La disruption par le numérique a d'abord commencé dans les secteurs B2C comme la grande distribution (voir Amazon etc). Cela a mis plus de temps pour arriver à nos secteurs qui sont souvent du B2B.

Amaury de Feydeau, Orrick : Nous n'avons pas de B2C marchand, qui a

vraiment été la porte d'entrée des stratégies digitales.

Athanasios Zoulovits : Oui, c'est très rare pour une infrastructure. Donc aujourd'hui on voit davantage d'entreprise s'équiper en hardware pour capter l'information dans leur processus de production dans un but

“Le marché des bornes de recharge électrique très intéressant. Nous avons tendance à le comparer au secteur de la fibre optique d'il y a dix ans.”

Mounir Corm

d'utilisation et de monétisation si possible. Comment ? D'abord en l'analysant et en l'utilisant pour optimiser leurs propres procédures - par exemple pour réduire leur facture énergétique. Mais dans le secteur des infrastructures, nous n'en sommes encore qu'au début. Il existe encore un

boulevard d'opportunités d'investissement en la matière les prochaines années. D'abord pour moderniser les installations existantes mais aussi, peut être, dans de nouveaux business models qui vont émerger. Je pense que nous sommes bien positionnés pour être en avance sur cette phase et profiter de ces évolutions.

Xavier Leloup : Justement Laurent, que dit le banquier lorsqu'il regarde ces évolutions et ces nouveaux investissements ? Votre évaluation du risque financier en tant que prêteur se fait-elle plus facilement, où cela complique-t-il les choses ?

Laurent Chabot, Société Générale : C'est plus compliqué, mais c'est également plus intéressant à tout point de vue. Pour être très honnête, en termes de valeur, c'est aussi plus intéressant pour nous d'aller sur des secteurs nouveaux que d'aller refaire un 150e PPP bâtiminaire ou un refinancement d'un projet d'infrastructure « vanille », d'autant que ce sont des projets qui s'épuisent. Il est aussi vrai qu'il y a trois ou quatre ans, et je pense que David



Guillaume D'Engremont

- Guillaume dirige l'activité Infrastructure d'ICG, qui se concentre sur le mid-market (equity) européen. Il dispose d'une vingtaine d'années d'expérience dans le secteur, d'abord comme banquier principalement chez Rothschild, puis comme investisseur depuis 2010.
- Au sein du groupe EDF dont il avait été précédemment patron mondial du M&A, il a créé en 2013 la structure d'investissement EDF Invest, qui comprenait à son départ en 2018 un portefeuille d'actifs de 5,4Md€ (fonds propres) dont 80% investis dans des infrastructures à travers l'Europe. Il a siégé au conseil de nombreuses sociétés dont l'aéroport de Nice, Thyssengas, Porterbrook, TIGF/Terega, Geosel, Madrilena Red de Gas ou Q-Park.
- Guillaume a rejoint ICG en 2018 en qualité de managing director. Son équipe a récemment investi dans Océinde Communication (premier réseau de fibre optique à la Réunion) et Océa Smart Building (l'un des 3 principaux installateurs et loueurs de compteurs de chaleur et d'eau en France, également présent dans les bornes pour voitures électriques).

pourra nous le confirmer, les prêteurs qui s'engageaient dans le financement de la fibre optique se comptaient sur les doigts d'une main. Aujourd'hui, nous avons des syndications de 2 milliards d'euros sur des projets de fibre optique, sachant que la première qui a été closée en France a été celle de SFR FttH cette année. C'est le signe que les réseaux de fibre optique sont entrés dans le domaine du core infrastructure, en parcourant rapidement un chemin considérable. Il y a cinq ans, la plupart des investisseurs et des prêteurs s'interrogeaient sur la possibilité de monter des financements sans recours sur la construction et l'exploitation des réseaux de fibre optique, en assumant non seulement le risque de construction et le risque technologique, mais aussi le risque de commercialisation du réseau. Depuis, il y a eu de nombreuses concessions de Réseaux d'Initiative Publique en France, mais aussi OpenFiber en Italie, le réseau européen le plus important avec plus de six milliards d'investissements en six ans (projet dont SG était conseil, coordinateur global et chef de file). Un autre point intéressant est qu'aujourd'hui la majeure partie des projets de fibre optique ne sont plus des projets de concessions. Nous

sommes par exemple en train de signer le premier financement sans recours d'une zone AMEL (Appel à Manifestation d'Engagements Locaux), où le déploiement se fait totalement en dehors du cadre concessif et ce avec une détention illimitée

“Le numérique a été à la fois à l'origine d'une troisième grande verticale, qui a émergé après l'énergie et le transport, mais vient aussi bien sûr se poser de manière transversale en impactant les autres secteurs de l'infrastructure.”

Guillaume D'Engremont

des actifs. Cela aurait été impossible il y a quatre ans. Nous voyons également le financement de l'externalisation des réseaux de grands opérateurs télécoms

français, et des projets sans concession qui se développent dans les autres pays, notamment au Royaume-Uni (CityFibre, Hyperoptic) et en Allemagne - dont deux opérations en cours avec 1 milliard d'euros de financement pour la première et deux milliards pour la seconde... L'échelle n'est plus la même. Pour rebondir sur ce qui a été dit sur la mobilité électrique, car c'est un sujet qui nous intéresse beaucoup, nous avons travaillé avec Meridiam sur Allego sur une dette structurée et underwritten de 150 millions d'euros, et qui est il me semble la première dette significative dans le domaine de la mobilité électrique.

Xavier Leloup : Alego, c'est ?

Laurent Chabot : C'est une société néerlandaise, intégrateur et opérateur de bornes de recharges pour les véhicules électriques en Europe, notamment au Benelux, en Allemagne et en France. Nous avons des ingénieurs-conseils au sein de notre banque qui ont une vraie connaissance du secteur de la mobilité électrique, comme de la fibre optique, et pouvaient baliser le sujet. Et nous avons considéré qu'il s'agissait d'une infrastructure parce que Allego est passé

David El Fassy

- David El Fassy est président d'Altitude Infrastructure. Il débute sa carrière dans la micro-informatique puis participe, en 2000, au lancement de l'opérateur de télécommunication Altitude. En charge du développement commercial, il prend en 2006 la direction générale du Front Office d'Altitude Télécom et collabore avec de nombreux groupes comme Bouygues Construction, La Caisse d'Épargne, l'Acoss, La Chambre des Notaires, le Groupe Vinci, etc.
- Reconnu aussi bien pour ses connaissances techniques que pour ses qualités commerciales et managériales, David El Fassy devient président d'Altitude Infrastructure en 2009 et participe à la construction de réseaux haut et très haut débit en France. En complément des solutions radio déployées depuis 2003, Altitude Infrastructure déploie aujourd'hui de la Fibre Optique à destination des professionnels et du grand public. David El Fassy est avec Philippe Beguin d'Orange porte parole du Groupe Interop'Fibre réunissant les plus grands opérateurs dans le but de définir l'interopérabilité de leurs processus de gestion et de systèmes d'information.



d'un modèle où il était propriétaire à des bornes, et donc exposé directement au risque de trafic, à un modèle où les actifs sont détenus par des tiers et où Allego est opérateur, avec des contrats d'exploitation-maintenance de moyen et long terme. L'entreprise a par exemple signé un contrat avec Casino pour équiper les parkings de l'enseigne en bornes de recharge électrique. De manière générale, c'est un secteur où les modèles économiques et les technologies ne sont pas encore stabilisés, mais cela va évoluer.

Athanasios Zoulovits : Le schéma de PPP a tout de même l'avantage de garantir le remboursement de l'investissement dans ces infrastructures de mobilité électrique dont l'utilisation n'est pas encore suffisamment assurée, en tout cas pas à des niveaux qui permettent de rentabiliser l'investissement avec les revenus liés à leur propre utilisation par les consommateurs finaux. Un autre modèle intéressant est celui d'OCEA qui installe et fait une location à long terme des bornes de recharge auprès des bailleurs sociaux. Dans ce secteur nous allons peut être voir une évolution des business models tellement rapide qu'avant d'arriver à "maturité", des sociétés qui émergent d'un

financement venture vont peut être aller directement chez des industriels. On a des exemples dans l'investissement des groupes pétroliers, en quête de diversification de leurs revenus et de leur emprunt carbone, qui prennent des positions dans des

“Pour nous, le vrai boom technologique n'est pas la fibre mais la 5G, dans le sens où seule cette technologie permettra l'arrivée de produits autonomes.”

David El Fassy

groupes de gestion de bornes de recharge de voitures électriques.

Stéphane Grandguillaume : Je ne sais pas si cela restera chez le stratégique sur le très long terme. Cela finira par revenir vers les fonds. Si l'on regarde l'évolution des infrastructures, le flux d'argent qui

est arrivé depuis cinq ans nous a fait peur pendant un moment, puisque nous nous demandions tous si le marché allait être assez liquide pour déployer, et finalement cela s'est fait assez naturellement. Les actifs tournent de plus en plus pour finir dans les fonds d'infrastructure, et je pense que cela sera toujours le cas, les stratégies n'ayant pas vocation à garder les actifs chez eux sur le très long terme.

Xavier Leloup : Pascal, vous vouliez ajouter quelque chose ?

Pascal Cuhe, Freshfields : Je voulais simplement revenir sur ce que Laurent et Mounir évoquaient tout à l'heure, à savoir le rôle de l'initiative publique et de la concession dans tout ça. Pour simplifier, les deux risques majeurs que nous avons soulignés sont le risque de marché et le risque d'obsolescence. Les nouvelles technologies peuvent être de très bonnes idées sur le papier, mais l'investisseur doit toujours se demander si elle va être rentable et surtout si elle va l'être sur le long terme. Sur le risque de marché, une idée peut être bonne à un instant donné sans pour autant qu'elle rencontre immédiatement son marché. C'est là qu'intervient l'initiative



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 arranger 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.

publique pour favoriser l'émergence de marchés non mature. Autolib qui a été très critiqué, en est un bon exemple. C'était probablement une bonne idée qui sans l'initiative publique n'aurait pas existé. Après ce que c'est devenu être une autre histoire... Sur le risque d'obsolescence, là aussi le cadre concessif est de nature à sécuriser les investisseurs en leur apportant du confort en garantissant une rentabilité et un partage du risque d'obsolescence. Une fois que la phase du risque d'obsolescence est passée, comme c'est le cas je pense sur les télécoms, les investisseurs se montrent beaucoup plus enclins à investir en dehors du cadre concessif, comme le montre l'exemple des appels à manifestation d'intentions d'investissement (AMII) et des appels à manifestation d'engagements locaux (AMEL) évoqués par Laurent..

Xavier Leloup : David, vous pouvez sans aucun doute nous en dire plus. Le risque d'obsolescence a-t-il disparu pour vous dans la fibre optique ?

David Elfassy : Je vais devoir faire appel

au jargon, mais dans notre métier il y a ce que nous appelons le modèle OSI (Open Systems Interconnection), qui correspond aux sept couches du réseau, en partant des

“La majeure partie des projets de fibre optique ne sont plus des projets de concessions. Nous sommes par exemple en train de signer le premier financement sans recours d'une zone AMEL.”

Laurent Chabot

fréquences radio pour arriver aux services et aux applications. Sur les couches basses, la technologie ne sera jamais obsolète : on va toujours pouvoir développer des services et des actifs autour du transfert d'information. En fait, l'équivalent filaire a longtemps été le cuivre, qui a été

poussé pendant très longtemps en France et qui continu d'ailleurs d'être poussé en Allemagne, du fait de réseaux plus courts chez eux. Mais la fibre optique, cela existe depuis bientôt quarante ans. Ce qui a évolué, ce sont les équipements actifs qui l'entourent, comme pour les fréquences qui sont passées de Edge à la 2G, puis la 3G, la 4G et bientôt la 5G. La fibre en tant que telle est loin de son potentiel aujourd'hui : les entreprises et les particuliers ont des connexions qui peuvent aller jusqu'à 1 Go/s, mais nous nous savons qu'on peut déjà faire du 1 To/s ! Le média ne sera donc jamais obsolète. Pour nous, le vrai boom technologique n'est pas la fibre mais la 5G, dans le sens où seule cette technologie permettra l'arrivée de produits comme les voitures autonomes. Mais cela ne veut pas dire que nous sommes inquiets : la 5G aura définitivement besoin des réseaux de fibre optique pour fonctionner, dans le sens où une partie de l'utilisation actuelle de la 4G devra être transférée vers les réseaux de fibre optique pour que le système tienne le coup.

Pascal Cuche

- Associé Responsable du Pôle Droit Public et Projets au sein du cabinet Freshfields à Paris, Pascal coordonne également les équipes infrastructures et énergie. Il intervient à la fois sur les opérations greenfield et les aspects de droit public et réglementaires des opérations de M&A dans les secteurs régulés. Particulièrement actif sur le segment Brownfield ces dernières années, le cabinet a été récompensé à 4 reprises en 2013, 2015, 2016 et 2017 par le Magazine des Affaires. Pascal Cuche est notamment intervenu récemment :
 - pour Antin IP dans le cadre de son acquisition de la société Idex ;
 - pour des investisseurs dans le cadre de l'acquisition d'une participation majoritaire dans le terminal méthanier de Dunkerque ;
 - pour Engie, notamment dans le cadre de l'acquisition, par GRTgaz, de l'intégralité d'Elengy ;
 - pour Groupe ADP et ses co-investisseurs dans le cadre de l'acquisition d'Airport International Group, concessionnaire de l'aéroport international Queen Alia à Amman ;
 - pour Vatenfall dans le cadre de l'appel d'offre visant à développer un projet éolien offshore à Dunkerque ;
 - pour Meridiam Infrastructure et Spie Batignolles sur le projet RCEA (Route Centre Europe Atlantique).



Ensuite, je vous entendais parler plus tôt du monitoring des actifs. Pour nous, c'est un indispensable. Nous connaissons exactement les usages de données de nos clients, même si nous n'avons pas le droit de dépasser un certain stade dans les informations que nous obtenons. Ce n'est pas une critique des infrastructures, c'est simplement inhérent aux télécoms : lorsque l'on touche directement un utilisateur final, il nous faut des détails, et c'est pour cela que 15% à 20% de notre masse salariale sont dédiés aux systèmes d'information.

Xavier Leloup : Cela pose des problèmes en termes de cybersécurité et de protection des données personnelles ?

Mounir Corm : En Asset Management, la cybersécurité est toujours un peu présente et ce quelle que soit l'infrastructure. Je pense par exemple aux centres opérationnels d'autoroutes ou des réseaux de transmission électrique. Il faut bien sûr en tant qu'actionnaire avoir la vigilance de s'assurer que les entreprises sont

suffisamment équipées dans ce domaine et que l'ensemble des procédures de contrôle sont en place sur les actifs. La protection des données d'usage est également un sujet clef.

“Les nouvelles technologies peuvent être de très bonnes idées sur le papier, mais l'investisseur doit toujours se demander si elle va être rentable et surtout si elle va l'être sur le long terme.”

Pascal Cuche

David Elfassy : Oui, le sujet est plus là que sur la question des données privées, auxquelles nous n'avons pas accès. Mais c'est dans l'air du temps, d'autant que le marché du B2C va, avec la montée en

puissance de la 5G, avoir une capacité toujours plus grande pour prédire vos actions, vos déplacements et s'adapter à vos goûts. Je cite souvent les hologrammes et la prédiction du film *Minority Report* en exemple. Après il y a le B2B, les sujets de sécurité nationale et bien d'autres choses dont il faut je pense parler séparément parce que les enjeux sont très différents.

Athanasios Zoulovits : En tout cas aujourd'hui, comme nous sommes dans le B2B où les données sont échangées de manière volontaire et encadré, les risques d'utilisation des données personnelles sont peut être moindres que ceux des acteurs qui s'adressent aux particuliers.

Mounir Corm : Et cela peut parfois avoir un impact sur le deal flow. Je pense par exemple à la régulation sur les données personnelles qui n'est pas la même en Allemagne concernant les data centers, ce qui peut être un frein dans le développement de certains actifs. Mais c'est un impact de second ordre, une conséquence d'un choix de politique publique.



Amaury de Feydeau

- Associé en droit bancaire et financier au sein du cabinet Orrick Rambaud Martel, Amaury de Feydeau intervient principalement en financement de projets, financement immobilier, financement structuré et restructurations. Il accompagne depuis une vingtaine d'années les investisseurs institutionnels et sponsors dans le cadre d'opérations complexes de financement de projets dans les domaines des infrastructures et de l'énergie, en France et à l'international, ainsi que dans des opérations de restructuration de dettes.
- Amaury de Feydeau est notamment intervenu sur : les projets CEGELOG, de Balard, du TGI de Paris, de l'Arche de la Défense, du Stade Vélodrome de Marseille, du Stade de Lille, de la Seine Musicale de l'Île Seguin; les aéroports de Lille, de Lyon; les DSP de haut débit du Nord Pas de Calais, de l'Aisne, de la Haute-Garonne, de l'Eure, de l'Essonne, de l'Yonne, de la Drôme et de l'Ardèche, le financement du portefeuille "Alto", le financement de réseaux privés de fibres ou de tours télécom dans le cadre des projets "Quimper", "Saint-Malo" et "Asterix".

Amaury de Feydeau : Sur la protection des données, objectivement nous avons une protection qui est en avance sur le plan européen. Ce n'est pas la question principale pour nous, je pense que la sécurité est plus importante, mais c'est un cadre réglementaire clair et qui marche bien.

Pascal Cuche : Je suis d'accord. Le plus important c'est la sécurité, notamment pour les investisseurs étrangers puisque cela tombe sous le coup de la réglementation des investissements étrangers et donc demande d'obtenir une autorisation spécifique préalable de la part de Bercy si certaines conditions sont remplies. Ce n'est pas un frein à l'investissement en soi mais tous les investisseurs gardent ce point en tête et savent très bien qu'ils devront possiblement prendre des engagements vis-à-vis de l'Etat s'ils veulent pouvoir mener à bien leurs opérations.

Amaury de Feydeau : Et cela touche notamment le secteur des télécoms, les nouveaux entrants sur le marché le savent très bien et sont obligés de regarder cet aspect réglementaire, qui a des conséquences en fonction de la nature et de

l'utilisation de l'infrastructure concernée.

Pascal Cuche : Oui. Les deals de fibre optique, par exemple, ont tous été soumis à des contrôles sur les investissements étrangers.

“Pour nous, le vrai boom technologique n'est pas la fibre mais la 5G, dans le sens où seule cette technologie permettra l'arrivée de produits autonomes. Mais cela ne veut pas dire que nous sommes inquiets : la 5G aura définitivement besoin des réseaux de fibre optique pour fonctionner.”

Amaury de Feydeau

Xavier Leloup : Justement sur cette question des télécoms, Pascal, vous nous disiez que la haute activité liée à ce secteur était une conséquence du manque d'argent chez les grands industriels pour honorer les engagements qu'ils avaient pris ?

David Elfassy : Juste avant, je pense qu'il faut faire un petit éclaircissement sur ce point. En décembre 2010, sous le gouvernement de Sarkozy, le plan Très Haut Débit précise que dans les zones très denses, soit à peine 150 villes en France, il n'y aura pas de monopole sur la fibre optique. Il définit ensuite les zones moyennement denses, soit les 36 agglomérations françaises, ce qui représente 3 600 communes. Dans cette zone, on a proposé aux investisseurs privés, à travers les AMII, une préemption de la zone avec mutualisation des infrastructures, ce qui veut dire que le premier qui construira louera aux autres. Cela a eu pour conséquence de lancer une guerre entre les investisseurs pour être le premier à construire, et tous ont donc cherché à obtenir des fonds conséquents.

Mounir Corm : Cela vient aussi de



l'augmentation du nombre d'utilisateurs et de la demande croissante en data. Cela amène des besoins de CAPEX colossaux sur les infrastructures, que cela soit en fibre ou demain dans la 5G. Et les opérateurs télécoms ont fait une telle guerre des prix en bout de chaîne qu'il est difficile de dégager les marges nécessaires pour répondre à ces besoins de CAPEX. Alors où se trouve l'argent aujourd'hui ? Chez les investisseurs institutionnels, qui vont parfois s'engager en direct mais ont tendance à passer par des gérants de fonds comme nous. Mais la première tendance de fond est ce besoin de satisfaire une demande en croissance exponentielle pour le transport de data qui pour les usagers est devenu un service essentiel.

Athanasios Zoulovits : A l'échelle européenne, les opérateurs télécom sortent essorés financièrement par le passage à la 4G avec des investissements importants dans leurs réseaux qui n'ont pas été accompagnés par une croissance des revenus et des marges opérationnelles. En même temps, et probablement à cause de cela, le regard du marché d'actions sur eux a complètement changé. Le secteur qui était considéré à forte croissance dans les années 2000 est devenue un equity story de type *Utilities* et par conséquent leurs valorisations ont connu un réajustement et la tolérance de leurs investisseurs à des niveaux de levier élevés a diminué. Leurs plans d'investissement (dans les tours, du spectre, des réseaux) sont souvent vus comme des CAPEX de substitution nécessaires pour maintenir leur chiffre d'affaires.... Par contre il y a des nuances dans cette tendance sectorielle. Le



positionnement stratégique n'est pas pareil pays par pays. En France, les opérateurs ont été les premiers à prendre place dans l'investissement dans la fibre, aidés par le cadre mis en place assez tôt par l'Etat par le plan Haut Débit, qui, il faut le reconnaître, est une réussite. Aujourd'hui les opérateurs français sont en mesure de trouver des bons partenariats avec des financiers pour monétiser une partie de leurs investissements historiques à des termes intéressants par rapport à leur valorisation en bourse et pour co-financer une bonne partie des investissements supplémentaires. Mais dans d'autres pays, les opérateurs n'ont pas été aussi réactifs et aujourd'hui ont une moindre chance de dominer dans cette course à l'investissement pour les infrastructures du futur. Maintenant ils sont obligés de freiner le plus possible leurs investissements au risque de voir des nouveaux acteurs se mettre en concurrence avec eux sur le haut débit par exemple. Je pense notamment à l'Allemagne où les opérations M&A qui sont sur le marché aujourd'hui concernent des sociétés de réseaux en concurrence et pas en partenariat avec les opérateurs.

Stéphane Grandguillaume : La trajectoire de l'histoire, c'est qu'à la fin de la période de développement les actifs vont toujours vers le coût du capital le moins cher une fois stabilisés. On l'a vu sur les tours télécoms en Angleterre, où les opérateurs sont tous en train de vendre aux fonds d'infrastructure.

Xavier Leloup : Il y en a aussi eu en France.

Stéphane Grandguillaume : En France où les derniers opérateurs songent à vendre leurs tours et leurs fibres, mais également un peu partout en Europe.

Pascal Cuche : Pour compléter sur les AMII, on parle d'un mur de CAPEX dans le secteur entre aujourd'hui et 2023, tous les engagements qui ont été pris doivent maintenant être mis en œuvre et financés en zones moyennement denses, principalement par SFR et Orange. SFR et Orange ont en effet pris des engagements vis-à-vis de l'Etat en promettant un calendrier de déploiement assez court assorti d'un régime de sanction assez stricte.

David Elfassy : Mais ils n'avaient pas le choix s'ils voulaient garder le marché, et je ne pense pas que l'Etat ait fait la meilleure affaire sur ce coup-là. Ce qui est rassurant sur les AMII et les AMEL, c'est que les consommateurs vont pouvoir mettre la pression et pousser les opérateurs à déployer.

Athanasios Zoulovits : C'est en effet le consommateur qui a décidé *in fine*. Les opérateurs ont aujourd'hui compris qu'avec le quadruple play, leur business est plus solide et le taux d'attrition est beaucoup plus faible, ce qui leur a permis d'augmenter leur revenu moyen par utilisateur en faisant de la vente croisée des produits. Donc c'est bien la confirmation de la demande qui a permis à ce segment de passer du *frontier* au *core* infrastructure.

Pascal Cuche : Pour terminer, ce que je trouve intéressant sur les deals télécom,



c'est que trois conditions essentielles à l'essor d'un marché infra sont réunies : d'une part, comme on l'a vu, il y a un programme d'investissement majeur dont les opérateurs ont la charge, d'autre part, ces opérateurs peuvent avoir des besoins en termes de déconsolidation et enfin les fonds infra ont des capacités de déploiement historiquement élevées qui s'accompagnent d'un appétit pour ce genre d'actifs.

Mounir Corm : Cela reste de l'infrastructure mais on atteint un stade de maturation qui est très avancé et les prix atteignent des niveaux très importants dès lors que les montants d'investissements atteignent une certaine taille. La maturation du secteur comporte aussi le risque de la concurrence venue des grands institutionnels, qui peuvent mettre d'énormes sommes sur la table.

Athanasios Zoulovits : C'est un cycle qu'on a constaté dans plusieurs secteurs. C'est notre métier d'identifier les tendances, identifier des nouveaux segments et d'être à l'affût des changements de cycles et de fenêtres d'opportunité dans chacun de nos marchés. Dans notre métier il faut travailler pour se forger et investir dans des convictions. Pour moi la classe d'actifs a pour le moment tenu sa promesse en termes de gestion des risques et sa capacité de le faire en ouvrant de nouveaux segments. Le track record de nos fonds parle de lui-même.

Stéphane Grandguillaume : Infravia est un bon exemple au niveau du track record. C'est d'ailleurs intéressant de voir que le

montant levé par les fonds a explosé, mais que le nombre de levée de fonds lui, n'a pas vraiment augmenté. A vrai dire, il a même diminué. En 5 ans, le capital levé est passé de 30 à 70 milliards par an, et le nombre de levées est passé de 80 à 50 par an. Il est difficile de faire un premier fonds d'infrastructure de taille aujourd'hui, d'autant que ce n'est pas un métier qui foisonne. Il est donc important pour nous de maintenir une certaine discipline dans la sélection de nos investissements pour que le secteur tienne ses promesses de robustesse.

Mounir Corm : On revient là à d'autres questions. Comme le dit Athanasios, la classe d'actifs suit le chemin qu'a suivi le Private Equity il y a dix ans. Nous sommes simplement une classe d'actifs plus jeune, et il faut aussi compter avec le fait que le Private Equity est une classe d'actifs beaucoup plus large que la nôtre.

Athanasios Zoulovits : Même en transposant à 20 ans, la concentration du nombre de gérants est beaucoup plus importante dans notre secteur.

Mounir Corm : Mais la concentration des gérants est beaucoup plus importante simplement du fait que la classe d'actifs soit naturellement moins large. Et puis d'ici quelques années on arrivera à un mouvement de succession naturel dans le secteur.

Xavier Leloup : Est-ce qu'on en arrive à une dichotomie entre des actifs mis aux enchères et sur lesquels se positionnent les investisseurs institutionnels alors que

les sociétés de gestion spécialisées ont tendance à les délaisser pour aller vers des opérations plus propriétaires ?

Athanasios Zoulovits : Je pense qu'aujourd'hui dire qu'on ne se concentre que sur du propriétaire exclusivement bilatéral n'est pas réaliste. Nous nous positionnons sur des opérations où l'on a un angle privilégié qui rend l'environnement compétitif limité. Notre marché est liquide et il y a suffisamment d'opportunités. La dynamique peut parfois être différente selon la taille des actifs. Il est difficile à croire que les CEO et CFO d'une entreprise qui veulent vendre un actif avec une valorisation de 4 milliards d'euros ne vont pas faire leur marché pour établir leur asking price. Les deals bilatéraux sont toujours possibles mais cela ne peut pas être une stratégie d'origination en soi. Il faut travailler ses convictions sectoriels et son réseau ainsi que ses axes de différenciation en origination, qui sont alimentés par notre track record, pour avoir le maximum de transactions en dialogue privilégié.

Stéphane Grandguillaume : En moyenne, on essaye d'avoir une dizaine d'actifs par fonds, donc si on double la taille de nos fonds, on double la taille moyenne de nos actifs. Quand on commence à regarder une société avec une valeur d'entreprise d'un milliard, c'est presque impossible de faire une transaction bilatérale. A contrario, on essaie tous être en avance de phase, et sur des actifs de taille moyenne, cela peut nous permettre de développer du bilatéral. Lorsque nous avons investi dans Ionisos il y a un mois, c'est parce que nous et notre fonds de Private Equity regardions cet actif depuis plus d'un an. Nous connaissons



très bien le secteur du médical. Cela nous a permis de compléter notre portefeuille par de l'infrastructure sociale, qui est le quatrième pilier de l'infrastructure, en plus des trois mentionnés par Guillaume.

Mounir Corm : Après autour de cette table nous avons tous nos arguments pour expliquer nos investissements, développer des actifs avec des niveaux de rendements qui restent soutenus malgré la pression compétitive et continuer à lever des fonds. Nous nous appuyons par exemple sur la taille et le type des actifs, mais surtout sur une stratégie d'investissement à très long terme, à 25 ans, pour accompagner nos partenaires et les industriels sur le temps long, celui des actifs.

Stéphane Grandguillaume : Penses-tu que c'est réellement différenciant ? Nous aussi sommes investisseurs à long terme.

Amaury de Feydeau : Il y a une demande.

Mounir Corm : Oui, je ne connais pas beaucoup d'investisseurs qui restent 25 ans au capital d'une société sans chercher la plus-value de cession. C'est un angle en ce qu'il permet de développer des relations privilégiées avec nos partenaires industriels et l'ensemble des parties prenantes. C'est pour cela que plus de 70% de nos opérations ont été réalisées en bilatérale dans le cadre de partenariat. Lorsqu'il s'agit d'infrastructures fournissant un service essentielle à des usagers locaux, avec une contrepartie publique et/ou une régulation importante, avoir une stratégie tournée vers une plus-value de sortie me paraît un peu dangereux. Cela a détruit le marché du

PFI au Royaume-Uni, par exemple.

Athanasios Zoulovits : Mais l'angle, c'est le partenariat avec les industriels ou la durée d'investissement ?

Mounir Corm : Les deux. Le partenariat est justement facilité par la durée d'investissement.

Amaury de Feydeau : Et les clients le disent.

David Elfassy : Je suis d'accord. Beaucoup ont tendance à penser qu'en tant qu'opérateur d'infrastructure nous souhaitons nous vendre aux grands opérateurs le jour venu, alors que pas du tout. Si nous avons une vision de long terme, nous serons forcément plus rassurés par des fonds qui nous accompagnent sur la durée pour éviter de prendre ce risque de cession, et ce même si on peut bien sûr mettre dans le pacte d'actionnaires qu'on ne peut pas vendre à des industriels et autres clauses du genre. Dans ces métiers, c'est un plus.

Stéphane Grandguillaume : Je comprends très bien, c'est juste qu'il y a encore beaucoup de fonds d'infrastructure qui restent jusqu'à 10 ou 15 ans. Notre fonds listé lui n'a pas d'exigences de sortie. Mais Mounir a raison sur le fait que la durée de vie des fonds segmente le marché.

Mounir Corm : Bien sûr, mais comme la plupart des gérants infrastructure se rapprochent du modèle du Private Equity avec une réduction des temps de détention sur l'ensemble de la classe d'actifs, cela en

devient très différenciant. Lorsque nous avons acquis, en bilatéral, une participation majoritaire dans la concession du réseau de chaleur en Italie du Nord avec Siram, c'est notamment du fait que nous nous engageons sur le long-terme et que nous avons pu aller voir le client, avec un message fort de partenariat. Si nous avions dit que nous pouvions sortir à n'importe quel moment, cela ne se serait jamais fait.

Stéphane Grandguillaume : Après il faut faire des choses différemment. Tu n'attires pas un management de la même manière lorsque tu restes 25 ans et 5 ans.

Mounir Corm : C'est juste de l'ingénierie financière. On trouve toujours une solution.

Guillaume d'Engremont : Pour ajouter deux ou trois choses à ce qui vient d'être dit, vous disiez tout à l'heure qu'il y a une sorte de club dans l'infrastructure, avec une concentration plus forte des acteurs que dans le Private Equity. Mais dans les grosses transactions, ce club doit affronter de grands investisseurs institutionnels. Et le paradoxe de ce club resserré, c'est qu'il doit faire face à un nombre de concurrents bien plus élevé dans son segment, notamment avec les fonds de pensions et fonds souverains non européens. La deuxième chose, c'est que le deal flow du mid market est toujours là. Je reviens sur ce point parce qu'il y a deux ou trois ans nous avions toujours ces débats et nous nous demandions si le deal flow était là. Entre 300 et 500 millions d'euros de valeur d'entreprise, vous avez plus de 50 opérations par an rien qu'en Europe de



l'Ouest, et ça année après année. Enfin, l'évolution des acteurs de l'infrastructure est intéressante, dans le sens où au fur et à mesure qu'ils ont gagné en taille, quasiment tous les acteurs se sont emparés d'une logique de contrôle systématique des actifs ou de l'achat à 100%. Je pense que c'est surtout pour répondre à une logique de déploiement des fonds levés face à une pénurie d'actifs, mais il y a des situations où il est parfois mieux de ne pas être tout seul au capital et il est important de pouvoir proposer un partenariat à un industriel qui avait originellement uniquement besoin de CAPEX mais qui finit par se rendre compte que vous pouvez lui apporter beaucoup plus que ça.

Athanasios Zoulovits : Au sujet du contrôle, je pense que c'est aussi lié à la typologie de stratégie d'investissement. Le besoin est plus évident dans une stratégie de type "value add". Après rien n'empêche de faire des partenariats industriels ou avec d'autres financiers. Je pense d'ailleurs que notre secteur a montré qu'il savait peut-

être mieux le faire que le Private Equity. Ensuite concernant la concentration des acteurs, il ne faut pas oublier que notre marché est paneuropéen. Il y a moins de nouveaux fonds en France mais des nouveaux acteurs émergent notamment au Royaume-Uni. Il y a donc une nouvelle concurrence, mais c'est plus sain comme ça. Cela nous évite de se retrouver dans un marché où nous nous échangerions des deals dans une sorte de club fermé qui ne fait que des transactions tertiaires, comme le Private Equity donne parfois l'impression. Et je note d'ailleurs que la nouvelle concurrence ne concerne pas que les grands fonds d'infrastructure, mais aussi le mid et le small market. Ces nouveaux entrants élargissent notre marché en créant une liquidité supplémentaire pour nos sorties. Par ailleurs, nos investisseurs auront plus de points de comparaison et pourront mieux distinguer les meilleurs gérants..

Xavier Leloup : Pascal, vous voyez des fonds qui se retirent de deals dus

à la concurrence des investisseurs institutionnels ?

Pascal Cuche : Nous sommes en effet très présents sur le mid et large cap infra. Nous sommes effectivement peut-être à un tournant du marché avec des acteurs qui mettent en place des stratégies d'offre complexes qu'il s'agisse des acheteurs ou des vendeurs d'ailleurs. Beaucoup d'acheteurs potentiels regardent les dossiers mais ils sont moins nombreux à s'engager réellement dans le process. Le maître mot me semble être la sélectivité. Si la qualité de l'actif est bonne cela va évidemment jusqu'au bout avec une forte concurrence entre les acheteurs. Le sujet est différent lorsque la qualité est plus inégale. Participer à ce genre de processus représente un coût important pour les fonds. On ne s'engage désormais dans ces processus compétitifs que si on a une chance très sérieuse de l'emporter. Les fonds sont donc de plus en plus sélectifs, travaillent de plus en plus en amont leur dossier et n'y vont que s'ils pensent vraiment avoir une réelle chance de faire le deal. Les télécoms sont un bon exemple de cette dynamique. Si vous regardez les opérations des 18 derniers mois, vous vous rendez très vite compte que ce ne sont jamais les mêmes qui achètent. Cela s'explique aussi par le fait que les actifs sont très différents au sens où aucune de ces opérations n'avait le même profil de risque, ce qui attire ou repousse certaines catégories d'investisseurs en fonction de leur stratégie d'investissement. A titre d'exemple, l'opération Piano (SFR FTTH) n'a rien à voir avec Saint Malo (fibres Bouygues Tel) qui elle-même est très différente de Violon (IRUs Free) ou Covage, ce sont des actifs très différents. Les investisseurs ne le savent pas forcément au tout début, mais ils s'en rendent finalement très vite compte et lâche le dossier s'il ne correspond pas à leur profil d'investissement. Cette sélectivité accrue du côté des acheteurs, qui n'est au final pas nouvelle mais semble s'accroître, me semble porter en germe un risque pour les vendeurs d'une concurrence moins forte en particulier lorsque l'actif a un profil de risque complexe.

Amaury de Feydeau : Cela répond à une logique industrielle, en fait. On oublie souvent que le marché français des télécoms est quand même très particulier compte tenu du nombre d'opérateurs

sur le marché. C'est sa spécificité par rapport à d'autres marchés européens : il y a beaucoup moins d'opérateurs et donc une concurrence beaucoup plus forte entre eux. Il y a une pression continue sur leur business plan qui est beaucoup moins forte dans d'autres pays, et cela se ressent d'ailleurs sur le coût des téléphones portables, qui est moins élevé en France que dans les pays limitrophes, et cela joue aussi sur leur capacité à supporter des CAPEX qui sont très lourds. A mon sens, c'est une des raisons pour lesquelles le marché français des télécoms s'est développé en avance du marché européen sur l'externalisation des infrastructures. Les opérateurs voient arriver la 5G, ils savent qu'ils ont des investissements massifs à faire pour pouvoir rester compétitifs sur leur propre marché, et pour faire cela ils ont besoin de trouver de l'argent. Et comme il leur faut aussi beaucoup de CAPEX pour maintenir les réseaux, ils ont dû faire des choix qui sont aussi des choix politiques. On le voit notamment chez les grands opérateurs historiques chez qui cela a mené à des guerres terribles en interne : tout le monde n'était pas d'accord avec l'idée de se dessaisir de l'infrastructure qui est nécessaire à l'entreprise et est vue comme le joyau de la couronne...

Stéphane Grandguillaume : Mais ils s'en dessaisissent très partiellement.

Amaury de Feydeau : C'est là où je voulais en venir. C'est un choix cornélien, et tous les acteurs ne le font pas de la même manière. Certains le font totalement, certains partiellement, d'autres trouvent un moyen de garder le contrôle sur l'infrastructure à travers des pactes tout en cédant la majeure partie. Les structures sont différentes, mais la réflexion reste commune : il faut de l'argent pour pouvoir investir dans la 5G et prendre l'ascendant sur les concurrents. Concernant les opérations, je rejoins totalement Pascal. Il y a une énorme diversité dans les opérations parce que les opérateurs comme les investisseurs ne voient pas le marché des télécoms de la même façon. Tous ne vont pas investir les mêmes parties du marché, et je suis convaincu que sur ce marché, la parole qui consiste à dire que l'on va investir sur le très long terme a été absolument déterminante pour ce type d'investissement. Je peux le dire parce que nous voyons bien souvent plusieurs parties lors des opérations et nous avons



vite remarqué que le marché lui-même le disait : les personnes publiques clients demandaient du long terme, les industriels qui sont aujourd'hui en train de vendre leurs réseaux cherchent des partenaires de long terme. La raison est simple : ces actifs sont tellement cruciaux qu'il est important pour ces acteurs que l'acquéreur ne soit pas un financier qui vienne faire un coup, il faut que cela soit un acteur qui va vraiment valoriser l'actif. Cette notion est très importante sur le marché des télécoms et ne doit pas être minimisée lorsque l'on va en discuter avec les opérateurs, parce que malgré la vente ceux-ci ont besoin de garder un lien très fort avec leur réseau pour garder leurs parts de marché. Le fait de devoir bien vendre dans un marché qui offre de beaux prix a bien sûr une place dans la réflexion, mais entre deux candidats aux offres équivalentes, c'est la notion de partenariat de long terme qui fera la différence.

Mounir Corm : Pour rebondir sur ce point, la stratégie de long terme apporte une approche particulière. Typiquement,

cela fait dix ans que nous avons investi dans la fibre avec Axione. Savoir, pour Axione, que lorsque des problèmes surgissent nous n'allons pas partir en courant et que nous allons chercher à trouver des solutions équilibrées pour toutes les parties prenantes, cela conforte vraiment les industriels.

Athanasios Zoulovits : Nous avons beaucoup parlé des problématiques des opérateurs telecom. Néanmoins dans les infrastructures de communication la plus forte croissance est plutôt du côté des gérants de données comme les sociétés du public Cloud et de big data. Le centres des données sont les actifs d'infrastructure les plus concernés, un segment du marché des télécoms qui a maintenant gagné en maturité assez rapidement et considéré aujourd'hui "core". il y a notamment des assureurs et des fonds de retraite qui s'intéressent à ses actifs et comme on a beaucoup investi dans ce segment vient nous taper à la porte pour regarder nos actifs. Ils arrivent aujourd'hui à mieux



comprendre le potentiel et les risques liés à ce segment en vue de la forte croissance du public cloud des GAFAs qui mettent leurs serveurs dans les data centers actuels plutôt que miser sur l'outsourcing des systèmes informatiques des entreprises, comme cela a été le cas historiquement, et qui est plus difficile à cerner.

Xavier Leloup : Il y a des différences ? Certains acteurs comme OVH gardent leurs centres de données en interne, mais il doit aussi y avoir des possibilités d'externalisation.

Athanasios Zoulovits : Cela dépend des business models de chaque entreprise, et cette diversité rend ce secteur là très intéressant. Vous avez des acteurs qui fournissent un accès à certaines couches du réseau, pour reprendre la description donnée par David un peu plus tôt. Certains s'arrêtent à la première; ça veut dire que le hardware, d'autres vont plus loin à la troisième ou cinquième couche comme l'hébergement ou le private cloud etc... Chaque modèle a une approche différente sur l'externalisation de ses centres.

David Elfassy : D'autant que la croissance va être considérable sur ce marché. Si l'on regarde bien, la créativité du numérique a toujours été bridée par la capacité de l'infrastructure. Les idées sont toujours plus grandes et plus fortes que ce que le tuyau peut offrir. Donc le développement de la fibre, la 5G et des data centers va permettre à des développeurs de pousser beaucoup plus loin leurs projets, en touchant par exemple l'intégralité des

consommateurs plutôt que seulement les 20% qui ont assez de data pour pouvoir en profiter dans de bonnes conditions. Quand ce problème de tuyaux ne sera plus là, la créativité sera sans limite et accessoirement cela renforcera la demande pour ce type d'infrastructure.

Guillaume d'Engremont : Pour faire un petit distinguo, on parle de long terme et c'est vrai que nous sommes plus long terme que le Private Equity traditionnel. C'est assez naturel parce que nous avons des horizons d'investissement plus long, mais cela va peut-être aussi nous permettre de mieux résister à un ralentissement économique, d'autant que nous travaillons sur des actifs qui sont contre cycliques. Mais après, si je peux me permettre, il y a long-terme et long-terme. On parle de télécoms, mais il y a beaucoup d'exemples de sociétés Core + dans lesquelles nous investissons qui ont vocation à se développer et à devenir des plateformes et dans lesquelles rester 25 ans n'est pas forcément nécessaire. Nous investissons par exemple dans OCEINDE, une société de fibre optique à la Réunion, donc une zone moyennement dense, et qui a un réseau privé avec une phase de croissance encore importante pour les 5 ou 6 prochaines années. La question qu'il faut se poser, c'est aussi de savoir si cette société n'aura pas besoin d'un partenaire d'un autre type une fois cette phase de croissance révolue ? Ce que nous apportons en tant que fonds, et c'est un peu ce que disait Athanasios, c'est une solution pour que les entreprises puissent franchir un mur de CAPEX. Une fois que l'entreprise l'a dépassé, des

fonds de pension moins interventionnistes sont peut-être des partenaires plus complémentaires que nous.

Amaury de Feydeau : C'est logique. Les fonds de pension cherchent moins de TRI et un peu plus de sécurité sur les rendements.

Guillaume d'Engremont : C'est cela qui est intéressant dans notre classe d'actifs. On voit différents types d'investisseurs qui émergent et je suis persuadé qu'il y aura de meilleurs investisseurs que les fonds pour accompagner certaines de nos sociétés en portefeuille dans 8 ou 10 ans, à moins d'en faire sa stratégie.

Stéphane Grandguillaume : Globalement, ce que nous sommes en train de nous dire tous, c'est que la segmentation du marché est entre core, qui favorise une approche long terme et peut inclure des investissements minoritaires, et Core +, qui nécessite du contrôle et correspond souvent à des périodes de détention plus courtes. C'est tout à fait louable d'appuyer un industriel en minoritaire sur du long terme si son business model est très robuste car il répond à un besoin essentiel. C'est du core infra.. Au contraire, si tu fais du Core +, et que tu cherches à créer de la valeur en prenant plus de risques, tu as forcément besoin d'une part de contrôle - ou de co-contrôle avec un fonds en qui tu as confiance. Et si tu as cette stratégie de création de valeur forte, cela veut aussi dire que tu as des attentes de rentabilité qui sont plus importantes que si tu fais du Core Infra, et donc cela veut dire qu'à un moment il va falloir sortir, parce qu'une fois que l'actif est stabilisé on ne peut pas continuer à produire 15% de rentabilité par an.

Guillaume d'Engremont : Et là tu as une valeur de marché qui se cristallise.

Stéphane Grandguillaume : Voilà exactement.

Xavier Leloup : David, que préférez-vous en tant qu'industriel chez un partenaire financier ? Comment arbitrez-vous entre la préoccupation d'avoir un partenaire de long terme et un autre qui vous apporte de la valeur à plus court terme ?

David Elfassy : Je ne peux répondre



qu'en tant que manager, puisque je dépends de Jean-Paul Rivière et Dorothée Lebardier, qui sont les fondateurs d'Altitude Infrastructure. Je travaille avec eux depuis 20 ans et même si nous sommes parfaitement alignés au niveau du management package, ce sont tout de même eux qui sont majoritaires au capital. Je pense que cela dépend de chacun. En l'occurrence, il n'y a pas chez nos dirigeants un besoin de liquidités personnelles à court et moyen terme, et à moins que les choses ne changent, cela fait chez nous une vraie différence pour nous d'avoir des investisseurs de long-terme. En fait c'est assez mitigé. On est aujourd'hui dans une position où aucun fonds n'a encore réussi à nous convaincre qu'il pourrait nous apporter ce qu'il faut pour que nous puissions nous développer de façon complémentaire et nous "donner envie" de quelque part perdre le contrôle de l'entreprise. Cela ne veut pas dire qu'on ne se pose pas la question : on discute avec certains acteurs, on parle d'internationalisation... Nous sommes dans une logique mixte où l'on veut garder le contrôle, on veut du long-terme et des notions de valorisation assez intéressantes pour travailler avec les fonds.

Stéphane Grandguillaume : Et puis le marché est assez segmenté pour que vous puissiez à terme trouver votre bonheur.

David Elfassy : Mais c'est aussi lié au fait que nous avons des modèles un peu différents du reste du marché. Lorsque vous étudiez les modèles de Covage et d'Altitude Infrastructure, je suis assez fier

du chemin que nous avons parcouru, parce que l'investissement en Equity n'a pas été le même et nous n'avons pas eu besoin de solliciter nos actionnaires pour arriver où nous sommes aujourd'hui.

Xavier Leloup : On parle de la classe d'actifs infrastructure qui commence à avoir un certain âge, mais l'utilisateur final à aussi une opinion sur les infrastructures qu'il utilise au quotidien. Pour vous, en tant qu'investisseur, la qualité du service public s'est elle améliorée en dix ans ?

Athanasios Zoulovits : C'est un vrai sujet, mais avant tout je pense qu'il faut faire des distinctions. On ne peut pas dire que quelqu'un qui prendrait l'avion dans une ville régionale en 2019 dans la majorité des pays européens aurait la même expérience aéroportuaire qu'il y a 10 ans. Néanmoins, il faut avouer que malgré la création des nouveaux actifs la majorité des infrastructures du quotidien sont datées et souffrent aujourd'hui d'un manque d'investissement dans l'entretien et leur modernisation.

Pascal Cuche : La question est intéressante. L'homme de la rue est mécontent des infrastructures qu'il utilise, oui, mais plutôt des infrastructures où justement il n'y a pas d'investissement privé. Quels sont les sujets dont on parle aujourd'hui ? C'est le rail - pas d'investissement privé. Ce sont les routes secondaires, et là aussi pas d'investissement privé. Demander donc aux gens ce qu'ils pensent des autoroutes : ils vous diront qu'elles sont très bien, voire

trop bien entretenues. Ils peuvent penser que c'est trop cher mais ils ne critiquent pas le niveau de services. Et cet exemple peut être généralisé à tous les secteurs dans lesquels il y a eu de l'investissement privé, l'eau ou les réseaux d'énergie par exemple). Quand on parle de qualité des infrastructures au quotidien, on ne peut pas tout mélanger car justement bon nombre de ces infrastructures du quotidien sont des actifs publics dans lesquels il y a eu historiquement assez peu d'investissement privé. C'est justement un enjeu de faire en sorte qu'il y en ait plus pour contribuer à leur amélioration et à l'amélioration de la qualité du service.

Mounir Corm : Et justement l'eau n'est pas un sujet pour l'instant parce qu'il y a une vague d'investissements il y a dix ans et qu'il faut encore du temps pour que les infrastructures commencent à faillir si elles ne sont pas entretenues.

Pascal Cuche : Exactement, c'est un secteur qui a été investi par des fonds privés.

Amaury de Feydeau : On va tout de même en entendre parler avec les réattributions de concession qui arrivent.

Pascal Cuche : Oui, mais les infrastructures qui sont gérées par le privé marchent globalement bien, et là où il y a des plaintes c'est justement là où il n'y en a pas.

Mounir Corm : Je pense qu'on peut simplement dire que c'est là où il n'y a

pas d'investissement tout court, parce que s'il y avait un lourd investissement public il y aurait une différence. On pourrait faire le choix politique d'investir dans les infrastructures. Le problème, c'est qu'aujourd'hui l'Etat et les collectivités n'ont pas l'argent pour réaliser ces investissements. Donc on peut passer le relais à l'investissement privé. Après si l'on fait une comparaison entre la France et le reste du monde, il suffit de regarder les Etats-Unis ou l'Allemagne pour se rendre compte que le niveau de qualité des infrastructures françaises est très élevé. Les infrastructures historiques d'autres pays ont connu un manque d'investissement beaucoup plus fort que la France, et je pense que pour qu'il y ait une vraie reprise il va falloir qu'à un moment il y ait un soutien public à l'investissement.

Athanasios Zoulovits : Et ça ne doit pas forcément être un soutien financier, un cadre réglementaire clair est déjà suffisant. Les subventions ne sont pas nécessaires, il faut juste avoir un cadre qui canalise les investissements dans la bonne direction en mettant en place une régulation claire et stable dans le long terme.

Stéphane Grandguillaume : Il y a aussi une courbe d'apprentissage dans l'investissement privé. Le pays a profité le premier de ce type d'investissement en Europe c'est le Royaume-Uni, et certains secteurs ont essuyé les plâtres avant d'arriver à maturité. Je suis d'accord avec toi sur les bons résultats de l'investissement privé en France, mais c'est aussi parce que nous avons de vraies filières d'expertise.

Pascal Cuche : Le ferroviaire a été réussi en termes de qualité de service.

Xavier Leloup : Laurent, comment le voyez-vous ? Vous avez fait beaucoup d'investissements en Greenfield.

Laurent Chabot : Oui, mais je pense qu'en général il y a un drame de communication sur l'investissement privé dans les infrastructures en France, en particulier sur les PPP au sens large. Les trois lignes de TGV qui étaient en PPP pour deux d'entre elles et en concession pour la troisième, et qui ont été des chantiers gigantesques, ont par exemple été livrées dans les temps, ce qui était loin d'être acquis et n'aurait sans doute pas été possible sans délégation de

la maîtrise d'ouvrage au secteur privé. Idem pour tous les PPP universitaires, qui ont été livrés dans de bonnes conditions, ce qui était là aussi remarquable au vu des délais usuels dans la réalisation des marchés publics.

Pascal Cuche : Il faudra quand même voir où en sera le chantier du Grand Paris réalisé en maîtrise d'ouvrage publique dans quelques années.

Laurent Chabot : On peut déjà en voir les prémices. Mais il y a un vrai problème de communication sur l'investissement privé.

Mounir Corm : Si je peux me permettre, je pense que nous avons collectivement échoué à communiquer sur les avantages de ce type de format. Nous sommes plusieurs à avoir investi ou financé ces projets de PPP, et il faut dire que sur tous les projets d'infrastructure dans lesquels nous avons investi, nous avons atteint les objectifs en terme de date et qualité de livraison des ouvrages, mais aussi en maintenance. Il y a les lignes TGV et le plan Campus mais aussi et le très haut débit.

Laurent Chabot : Avec une autre dimension qui est que quasiment tous ces projets ont été refinancés à d'excellentes conditions, ce qui est *in fine* une très bonne affaire pour la personne publique. Mais ça personne n'en parle.

Stéphane Grandguillaume : Et bizarrement ils sont présentés comme des fiascos.

Laurent Chabot : C'est justement pour cela qu'il y a un enjeu à pousser la communication sur les investissements privés. Malheureusement je pense que pour les grands PPP Greenfields cela risque d'être difficile de promouvoir l'outil en France vu l'attrition du pipe de grands projets en dehors de la fibre optique et du Grand Paris, aujourd'hui, sauf à passer une nouvelle frontière. Et là je reviens sur ce que disait Athanasios, qui est de faire fonctionner de manière différente les infrastructures existantes. Il y a à mon avis deux types d'opérations qui peuvent être intéressantes de ce point de vue. La première, c'est ce qui touche à l'efficacité énergétique, et je sais que Mirova est assez impliqué sur le sujet puisque vous travaillez avec la région Île-de-France pour revoir la

performance énergétique de son parc de lycées. Si l'on arrive à faire fonctionner cela à très grande échelle cela peut-être vraiment très intéressant, y compris pour l'Etat. Le second type de projet qui peut-être intéressant, c'est le projet de concession lancé par l'Etat pour la rénovation et la gestion du parc de logements du ministère de la Défense. On parle là d'un besoin de CAPEX de 1,4 milliard d'euros et d'une approche alliant l'infrastructure et l'immobilier, ce qui rend le projet assez intéressant. C'est typiquement le genre d'opération qui montre qu'il y a encore de nouvelles frontières à franchir.

Athanasios Zoulovits : Une nouvelle idée intéressante pour l'infrastructure, c'est ce que CDPQ a fait au Canada en proposant tout un projet avec une structure contractuelle négociée avec la puissance publique. C'est un cadre qui permet ainsi au secteur privé d'initier des projets d'infrastructure publique avec plus de KPIs que juste l'équilibre économique et le partage des gains sur le refinancement. C'est un exemple je trouve intéressant.

Stéphane Grandguillaume : C'est intéressant mais c'est plus difficile à faire en France, je pense. C'est un peu ce que Meridiam a voulu faire sur le port de Calais.

Amaury de Feydeau : C'était particulier. Il y avait un vrai appel d'offres et tout le monde n'est pas allé au bout. Après le problème avec ce type de projet c'est que cela pose une vraie question en termes de droit de la concurrence puisque c'est le privé qui décide de lancer un projet. Concernant les greenfields et la qualité du service public, je pense qu'il faut d'abord bien se rendre compte qu'il y a plusieurs marchés et que certains sont très difficiles à gérer. Je pense notamment à la question des hôpitaux. Les PPP ne marchent pas pour ce type d'infrastructure parce qu'il s'agit d'un ouvrage trop complexe.

Mounir Corm : Cela peut marcher, mais ce qu'il faut c'est beaucoup de flexibilité et de la contractualisation. Il faut écouter les demandes du client public, être proactif et proposer des solutions, et après il faut contractualiser.

Stéphane Grandguillaume : Oui, nous avons des hôpitaux qui marchent très



bien chez nous et chez Mirova. Les problèmes interviennent surtout lorsque la passation de marché n'a pas été faite par les utilisateurs finaux, c'est-à-dire le corps médical. Lorsque l'on se retrouve avec un hôpital dont la commande a été passée par un donneur d'ordre public et que derrière les médecins arrivent et expliquent que rien ne va et qu'il faut tout changer, c'est là qu'on a un problème.

Amaury de Feydeau : C'est tout le problème. Il faut un consensus au sein de l'hôpital entre le corps médical, la puissance publique, l'administration. Un autre sujet qui va arriver est celui du ferroviaire, puisque la loi d'orientation sur les mobilités va permettre aux régions de prendre le contrôle des infrastructures locales, ce qui devrait soulever de nombreux sujets. Cela peut-être la reprise des lignes elles-mêmes, de la gestion à l'entretien, mais je n'y crois pas trop. C'est aussi la question de l'achat de matériel roulant qui va être un marché important. Pour revenir à la question originelle, je pense que l'efficacité des investissements privés dans l'infrastructure est intéressante dans le milieu des télécoms parce que nous avons beaucoup parlé au début avec le lancement de concessions par de petites collectivités qui n'ont pas la capacité de gérer ces infrastructures et qui ont donc laissé cette charge au privé. La question qui va bientôt se poser, c'est celle de la propriété ultime de ces réseaux, tout simplement parce que les collectivités à l'origine de ces projets n'ont pas forcément vocation à garder cette propriété à la fin des concessions parce qu'elles ne savent

pas exploiter ces infrastructures. On va donc voir arriver des sujets de vente de réseaux à des acteurs privés un peu partout en France, et une recrudescence par la suite des investissements privés dans ce domaine. C'est un bon exemple d'une initiative publique qui trouve son fonctionnement autonome et finit par être privatisé, et cela n'est possible que parce qu'il existe une économie de fonds d'investissement ayant la capacité de gérer ces actifs et une appétence pour le sujet. Il y a déjà eu quelques cas de revente de réseaux, dans les Yvelines par exemple, et on peut s'attendre à d'autres cas lorsque les concessions arriveront à terme. Lorsque l'on regarde le modèle des AMII et des AMEL, on est déjà dans une forme de privatisation du réseau, même s'il y a bien sûr des engagements de déploiement.

Xavier Leloup : Donc la qualité des infrastructures s'est globalement améliorée, quelques cas mis à part.

Mounir Corm : Oui. Mais elle reste toujours dépendante du niveau d'investissement.

Athanasios Zoulovits : Et il y a un manque d'investissement dans les infrastructures du quotidien, que cela vienne du secteur public ou privé.

Mounir Corm : C'est aussi le résultat d'une tendance, en France et dans d'autres pays européens, à faire de grands projets d'infrastructure liés à l'aménagement du

territoire au détriment d'investissements profitant plus au local, au quotidien. Aujourd'hui le défi est de trouver des modes de financement intéressants pour de plus petits projets comme la rénovation de petites lignes, de TER, la maintenance des ouvrages d'art sur le réseau national... certains prônent une logique d'intégration des actifs en plateforme, mais il y a aussi des fonds qui viennent en aide à la construction de petits projets, c'est ce que nous avons fait en lançant en 2014 notre fonds BTP Impact Local. C'est un fonds de 131 millions d'euros, qui vient accompagner les PME sur ces petits projets d'infrastructure locaux qui ont souvent du mal à trouver des financements.

Pascal Cuche : Il y a aussi un sujet macro dans le sens où la mobilité du quotidien demande une multitude d'investissements de taille modeste alors que nous avons des acteurs qui ont souvent besoin de déployer beaucoup d'argent en une seule opération, ce qui n'est pas compatible avec cette logique. Les instruments actuels de la commande publique ne permettent pas réellement de réconcilier ces logiques. Il va falloir trouver de nouvelles formes de contrats qui permettront d'allier déploiement financier et développement de multiples projets, parce que le droit que nous avons aujourd'hui n'y est pas adapté. Le sujet, c'est comment faire de l'investissement privé d'infrastructure sans passer par le modèle classique de la concession ou du PPP. ■