



# INFRASTRUCTURE

**Quelles stratégies d'investissement  
dans un environnement de taux bas ?**

Le guide de l'investissement  
direct et indirect dans l'Infra

Refinancement  
et création de valeur





**Pascal Cuche**  
*Freshfields*

**Anne-Christine Champion**  
*Natixis*

**Alain Rauscher**  
*Antin Infrastructure Partners*



6 Mai 2015

# Conférence Infrastructure

- Les clefs pour originer un deal
- Retour sur l'évolution du marché de la dette en Europe
- Infrastructure et création de valeur
- Management et alignement d'intérêts





# Quelles stratégies d'investissement dans un environnement de taux bas ?



28

Manque d'actifs ou sécurité du core infra : les trois spécialistes réunis par le Magazine des Affaires n'ont pas hésité à battre en brèche plusieurs idées reçues sur l'état actuel du marché des infrastructures – tout en insistant sur la diversification des modèles d'investissement et le décollage de l'éolien offshore.

*Photographie : Philippe Castano.*

**Alain RAUSCHER, Antin :** On parle beaucoup d'un excès de liquidité dans un marché où les opportunités ne seraient pas suffisamment abondantes. Je ne suis pas de cet avis. Je pense que fondamentalement, les opportunités d'investissement sont nombreuses voire plutôt en nombre croissant et je pense que cette croissance va continuer. Nous sommes en revanche confrontés à une arrivée massive de liquidités de la part d'investisseurs directs. Les taux d'intérêt très bas les forcent à trouver le rendement qu'ils ne trouvent pas dans les obligations; cela crée une forte pression sur les prix et donne le sentiment d'une rareté d'actifs. Or il y a un deal flow qui est tout à fait récurrent et régulier. Les

fondamentaux n'ont pas évolué. Il y a des besoins structurels des États, des entreprises qui mènent leur stratégie de redéploiement de capital en se concentrant sur certaines activités, en se séparant de telle autre devenue marginale. Le sous-jacent des affaires reste extrêmement sain, mais il y a ce problème d'excès de liquidités.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Comment faire pour engager des deals ?

**Alain RAUSCHER, Antin :** Je dirais qu'il y a deux approches qui ne sont que le reflet des ressources mises en place par les investisseurs. Vous pouvez mener une stratégie proactive ou une

stratégie plus passive. Dans un cas, vous êtes deux ou trois personnes dans une structure et vous ne pouvez faire autrement que de participer à des processus d'enchères ou le vainqueur sera obligatoirement celui qui paye le prix le plus élevé. Une fois que l'on a acquis la société, la question se pose de savoir comment créer de la valeur avec une équipe qui est peu nombreuse ? Un nombre important d'investisseurs directs en infrastructure ont adopté ce modèle. De l'autre côté, vous avez de véritables structures avec des équipes significatives. Il s'agit généralement de fonds d'investissement, mais parfois d'investisseurs directs – Je pense notamment à des investisseurs canadiens qui ont créé des quasi-fonds



au sein de leur structure. Ces équipes ont la capacité d'être beaucoup plus proactives et donc de travailler le marché de l'infrastructure de façon très structurée.

En ce qui concerne Antin, nous avons fait le choix d'avoir une équipe d'associés importante (nous en avons 9). C'est un chiffre qui va être porté, dans les deux ans qui viennent, à 11 ou 12, parce que c'est le nerf de la guerre. Cette équipe d'associés nous permet d'avoir une approche sectorielle extrêmement fine. Nous analysons des secteurs d'activité de manière très approfondie. Ce travail d'analyse de secteurs – et je vous donnerai des exemples de façons dont nous avons travaillé – paye selon nous à long terme, il peut aussi mener à la décision de ne pas investir dans les secteurs qui ne nous paraissent pas avoir les caractéristiques d'infrastructure que nous recherchons.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Dans l'infrastructure, il y a des sous-segments très différents, les économies, les logiques ne sont pas forcément les mêmes. Et avoir une équipe étoffée, c'est maîtriser tous ces segments ?

**Alain RAUSCHER, Antin :** Le principe est de déterminer des secteurs ou plutôt des segments de marchés prioritaires. Nous allons ainsi par exemple nous concentrer sur le segment des actifs de stockage pétrolier, qui est un monde en soi. Un de nos associés va se concentrer sur ce sujet. Nous allons analyser différents pays, comprendre comment les marchés sont structurés, identifier les actifs disponibles ou non, les conditions de concurrence, les réglementations éventuelles, et les cibles potentielles. Le comité d'investissement sera alors parfaitement éduqué et nous pourrons porter un jugement assez granulaire sur ce segment de marché et décider si ce secteur mérite que l'on

investisse ou s'il est préférable de se concentrer sur d'autres opportunités d'investissements.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Avez-vous procédé de cette façon pour acheter Cats, pipeline de 400km en Mer du nord ?

**Alain RAUSCHER, Antin :** Oui, tout à fait. Le secteur des pipelines est extrêmement complexe. Nous avons travaillé près de deux ans avant de faire notre premier deal dans ce secteur. Nous avons regardé un certain nombre de transactions, et l'un de nos premiers défis a été d'éduquer les associés qui étaient moins familiers avec le secteur. Chez Antin les associés prennent les décisions d'investissement de façon conjointe. Certains connaissaient très bien le secteur de l'énergie mais d'autres le connaissaient un peu moins. Nous avons donc déjà fait un travail d'analyse et d'éducation de notre partnership avant de regarder des dossiers de manière approfondies.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Il y avait de la concurrence sur cette opération ? Vous étiez plusieurs candidats ou non ?

**Alain RAUSCHER, Antin :** En fait, dans un domaine comme celui-ci, vous avez deux types de situations. Certains vendeurs peuvent avoir la conviction qu'un actif de ce type ne pose pas de problème stratégique, le plus souvent parce qu'ils n'ont pas de gaz ou de pétrole passant par ces tuyaux. Il s'agit donc pour eux d'un deal comme un autre et l'unique motivation est de maximiser le prix sans forcément penser à ce qui se passera après, une fois que le nouvel acquéreur est propriétaire de l'actif.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Et qui vendent complètement. Parce que parfois, certains vendeurs sont acteurs du

nouveau projet, mais ouvrent le capital. Là, il s'agit de ventes totales.

**Alain RAUSCHER, Antin :** Tout à fait ! Dans le cas de CATS, le pipeline que nous avons racheté à BG dans un premier temps, puis à BP récemment, la motivation et la réalisation de la transaction ont été très différentes. BG et BP sont des gros opérateurs de champs gaziers dans la mer du nord britannique et en particulier dans le bassin qui est desservi par CATS. Pour BG, il était primordial de parler à des interlocuteurs connaissant parfaitement le secteur de l'énergie pour pouvoir valoriser correctement l'actif mais aussi choisir l'acquéreur, et donc, l'opérateur du pipeline à terme. Au-delà de la monétisation de l'actif, ce qui était en jeu pour BG, c'était la sécurité d'approvisionnement et la fiabilité dans la gestion future du pipeline. Cela a tout naturellement milité pour une vente négociée, exclusive, permettant de travailler dans la plus grande confidentialité.

Dans le cadre de BP, il y avait un autre enjeu : le transfert de l'operatorship, du pipeline BP étant l'opérateur. Dès l'annonce de l'acquisition de la participation de BG, nous avons commencé à discuter avec BP. Nous avons énormément travaillé ensemble pour arriver à une transaction satisfaisante pour toutes les parties.

Le point que je veux faire ici, c'est que pour mener ce type de discussions dans la plus grande confidentialité, avec des groupes cotés en l'occurrence, il faut une intimité avec ces groupes, des associés qui connaissent parfaitement ces groupes industriels et surtout la crédibilité d'exécution. Au-delà de la performance de la société de gestion et de son fonds, du track-record en termes de sécurité, il faut également avoir établi des relations personnelles de confiance de longue date et une connaissance intime du secteur. Ce sont tous ces éléments qui permettent au vendeur de se dire « ces gens-là



sont de mon monde, ils comprennent parfaitement mes contraintes et entre leurs mains, mes actifs seront bien conservés. »

**Xavier LELOUP**, le Magazine des Affaires : Justement, vous avez dit « intimité ». Je me fais juste l'avocat du diable pendant quelques secondes, certains de vos concurrents disent « moi je fais du brownfield principalement, mais je fais aussi du greenfield de manière ponctuelle pour développer une relation long terme avec les industriels ». Moi, en tant que tiers, je comprends qu'en étant proche, on peut avoir une certaine exclusivité sur certains actifs, les connaître parce qu'on a fait un projet greenfield ensemble à un moment donné. Vous qui êtes plus brownfield, sauf erreur de ma part, est-ce que vous vous êtes posé la question d'investir dans le greenfield pour de temps à autre développer cette fameuse intimité ?

**Alain RAUSCHER**, Antin : Franchement, je pense que nous n'avons pas besoin de faire des investissements greenfield pour développer cette intimité. Nous avons une équipe d'associés avec leurs expériences personnelles, leurs connaissances et leur crédibilité. Travailler sur des projets greenfield à très long terme pour développer une relation avec un industriel est une stratégie tout à fait estimable, et l'un de nos concurrents la poursuit avec beaucoup de succès, et tant mieux pour lui. Nous ne faisons pas de greenfield, tout simplement parce que nous nous sommes engagés à payer un dividende auprès de nos investisseurs très rapidement et les projets greenfield n'entrent pas dans cette stratégie d'investissement. Nous avons une approche extrêmement méthodique. Nous travaillons non pas des secteurs, mais des segments, comme vous le disiez très justement. Nous ne pouvons pas tout faire en même temps et certains segments ne rentrent pas dans notre définition de

l'infrastructure

**Xavier LELOUP**, le Magazine des Affaires : Un peu comme la gestion de l'eau, ça peut changer. Pascal et Christine, Alain disait qu'il avait un flux, en tout cas à l'échelle européenne, tout à fait satisfaisant. Pourtant, en infrastructures, on dit souvent qu'il n'y a pas assez d'actifs. Vous trouvez qu'il y a beaucoup de

“ Dans le contexte actuel de liquidités très importantes, la question pour tous les acteurs est : comment ne pas être dans une situation de compétition où le seul critère soit le prix ? ”

concurrence ? Quelle est votre vision des choses ?

**Anne-Christine CHAMPION**, Natixis : Je pense qu'il y a effectivement un flux d'opérations significatifs aujourd'hui en Europe, dans le brownfield. Dans le greenfield, la situation est un peu différente du fait de l'austérité budgétaire et peut varier en fonction des pays. Le marché français était de 2009 à 2012 le premier marché en Europe ; aujourd'hui ce n'est plus le cas, mais d'autres pays comme l'Allemagne ou les Pays Bas ont pris le relais. Donc, je pense que si on regarde les volumes qui sont réalisés chaque année, ils sont relativement stables en Europe pour l'ensemble des opérations. C'est vrai que l'afflux de liquidités très important donne une perception de rareté sur les actifs.

**Xavier LELOUP**, le Magazine des Affaires : Ça n'est pas qu'il y a moins d'actifs, c'est que tout d'un coup, il y a énormément d'investisseurs.

**Anne-Christine CHAMPION**, Natixis : Tout à fait. Même si sur le greenfield il y a quand même un sujet de flux d'opérations dans certains pays


**Xavier LELOUP**, le Magazine des Affaires : Pascal ?

**Pascal CUCHE**, Freshfields : La rareté des actifs est évidente. Peut-être sur la différenciation. En qualité d'observateur du marché, puisque nous ne sommes pas investisseurs, nous avons la chance de voir les différents fonds d'infrastructures, parmi nos clients, évoluer sur le marché. Et il est vrai que, face à cette raréfaction des actifs, les stratégies ont changé. Je pense que le maître mot est l'absence d'orthodoxie. En effet, il y a quelques années, lorsque nous échangeons avec nos clients sur le marché, nous parlions des différentes opportunités et,

souvent, il ressortait de ces discussions que chaque acteur avait une stratégie d'investissement très délimitée à certains types d'actifs. Aujourd'hui, c'est un discours que l'on entend beaucoup moins. De nombreux fonds ont revisité et ouvert leur politique d'investissement et regardent aujourd'hui des actifs qu'ils n'auraient pas regardés avant. La moindre abondance des actifs sur le marché, en particulier sur le brownfield, a entraîné ce phénomène et amené de nombreux fonds à s'ouvrir à des marchés qu'ils ne regardaient pas auparavant.

Partant de ce postulat, nous pouvons nous demander ce qui différencie les fonds les uns par rapport aux autres. Il existe selon moi huit grandes variables qui les distinguent. Le premier facteur de différenciation se situe dans la stratégie d'investissement qui peut ne porter que sur le segment du greenfield




 Anne-Christine Champion

- Responsable mondiale de l'activité Infrastructure et Projets de Natixis et dispose d'une expérience de 15 ans dans les Infrastructures
- Son équipe regroupe 90 professionnels répartis à travers 10 bureaux dans le monde (Paris, Dubai, Londres, Madrid, Milan, NY, Montréal, Milan, Hong-Kong, Singapour, Sydney) et décline son expertise à travers 4 lignes de métiers : conseil financier, arrangement et structuration, placement et syndication, recherche et servicing.
- Cette équipe a récemment été impliquée en Europe dans le montage d'opérations comme :
  - Le refinancement d'Exeltium (1,6 Md €)
  - Le refinancement d'Axione par un project Bond, le premier en France et en Europe dans le secteur du numérique (200 M €)
  - Le financement des projets éoliens off shore Gemini (600MW, plus grand projet offshore au monde) et Nordsee
- Natixis a été récompensé à trois reprises, en 2012, 2013 et en 2014 par le Magazine des Affaires

ou celui du brownfield, beaucoup plus rarement sur les deux.

Ce qui conduit au deuxième facteur de différenciation qui est la durée d'investissement où il existe de grandes différences entre les fonds. Certains investissent à 5-7 ans, d'autres sont capables d'avoir des maturités beaucoup plus longues, notamment les fonds de pension et les investisseurs institutionnels. A titre d'exemple, avec l'essor de l'éolien offshore en Europe, des fonds de pension, notamment des

pays nordiques, investissent à 25-30 ans, avec des horizons temporels beaucoup plus longs liés à des problématiques de financement des retraites. Il s'agit donc là d'un vrai facteur de différenciation entre les fonds.

Le troisième critère réside dans une plus ou moins grande appétence pour le risque de marché et permet de distinguer deux grandes catégories de fonds : les premiers vont être davantage tournés vers une logique d'achat de flux, via par exemple l'achat

de portefeuilles de PPP, alors que les seconds vont être orientés davantage vers des modèles de création de valeur, clairement plus proche du private equity, avec, et nous y reviendrons plus tard, une préoccupation importante pour les sujets liés au management. Les stratégies vont alors être très différentes. Dans le second cas, nous serons davantage dans des logiques d'acquisition dans le secteur des infrastructures. J'oppose d'ailleurs souvent la logique d'acquisition de flux



à la logique d'acquisition de sociétés spécialisées dans les infrastructures.

Cet élément renvoie à un autre élément très important qu'Alain a mentionné et qui est la connaissance sectorielle. Selon moi, en tant que juriste, c'est un facteur essentiel. Lors de l'acquisition d'une société d'infrastructures ou d'un actif infrastructure, le premier sujet qu'un fonds va regarder, ce sont les risques liés au sous-jacent. Il y a alors une vraie différence entre les fonds.

Il y a ceux, qui parfois d'ailleurs sont ceux qui sont dans la logique d'achat de flux, qui disposent en interne de moins de spécialistes secteur par secteur et qui peuvent avoir tendance à surpondérer certains risques juridiques. À l'inverse, certains investisseurs vont très bien connaître un secteur donné et avoir une meilleure appréhension du risque juridique, ce qui leur offre une plus grande capacité à gérer ce risque. Cette différence est fondamentale. Si vous êtes amenés à surpondérer les risques juridiques, cela se traduira dans le prix que vous proposerez ou sur votre volonté de présenter une offre à votre comité d'investissement. Si vous êtes capable d'appréhender correctement le risque dans toutes ses dimensions, et bien au-delà de sa seule dimension juridique, parce que vous êtes familier du secteur, cela peut vous donner un avantage considérable.

Un autre élément de différenciation est la présence ou non d'une contrepartie publique. Certains acteurs exigent une contrepartie publique dans le cadre de leur investissement, à l'instar des PPPs ou autres montages concessifs.

Le sixième facteur de différenciation est la gouvernance. C'est un élément très important, notamment lorsque l'on s'intéresse aux opérations d'acquisition de sociétés d'infrastructures. Certains fonds recherchent une position de majoritaire ou bien des positions minoritaires avec des droits de minoritaires significatifs. Dans certaines transactions, entrer dans le schéma de gouvernance existant peut s'avérer extrêmement compliqué, les

logiques de pactes d'actionnaires et la lisibilité de la gouvernance pouvant être compliquées, ce qui peut ne pas convenir à des fonds qui souhaitent une gouvernance extrêmement claire associés à des droits cohérents. Là aussi, c'est un réel facteur de différenciation. En marge de cette logique de gouvernance, il y a également la capacité à gérer les problématiques de management. C'est assez nouveau

“ De nombreux fonds ont revisité et ouvert leur politique d'investissement et regardent aujourd'hui des actifs qu'ils n'auraient pas regardés avant ”

pour un grand nombre de fonds d'infrastructures, notamment ceux qui viennent du greenfield ou qui sont dans une logique d'achat de flux et qui n'avaient donc pas réellement à faire à ces logiques de management et qui, du fait de l'ouverture de leur politique d'investissement, s'orientent désormais davantage vers des logiques d'acquisition de sociétés d'infrastructure. Ils sont alors confrontés à un management, à la gestion du management package, etc. Pour ceux qui sont davantage dans une approche private equity, ces logiques sont très connues. C'est un nouvel aspect des transactions et de la vie d'un fonds que certains acteurs doivent encore appréhender.

Au-delà de ces aspects, les fonds doivent également travailler avec le management et savoir gérer, parfois, des personnalités fortes qui ont joué un rôle central dans le développement de leur entreprise. C'est notamment le cas dans le segment mi-cap, à l'instar

du secteur du renouvelable.

Enfin, deux dernières problématiques qui sont liées : le processus d'acquisition, c'est-à-dire enchère versus processus bilatéral, et la taille des transactions. Certains fonds privilégient des opérations plus petites en bilatéral, en partant du principe que les processus d'enchères prennent du temps, sont extrêmement compétitifs et concernent souvent les opérations de grande envergure dont le résultat est incertain. Certains fonds vont alors privilégier des opérations plus petites en bilatéral et, pour revenir au point précédent, être en capacité de les réaliser seul et donc de bénéficier de droits dans la gouvernance qui seront plus clairs avec une position d'actionnaire majoritaire.

Ce qui renvoie au dernier point de différenciation qui porte sur la taille des opérations. Certains fonds, capables de mettre des tickets très importants, vont s'intéresser à des opérations de très grande envergure.

D'autres privilégieront un petit ticket sur une opération importante et, par conséquent, rentreront dans des logiques de consortium, ce qui n'est pas toujours évident, notamment pour les questions de gouvernance. Les grands fonds internationaux connaissent très bien ces logiques, comme nous pouvons le voir sur toutes les récentes grandes transactions. À 2 ou 3 milliards d'euros, on est forcément dans des logiques de consortium, en général dans le cadre d'un processus d'enchères.

Le paysage des acteurs sur le marché est donc loin d'être monolithique et il est en constante évolution.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires : Anne-Christine, justement sur la compétence sectorielle, vous faites beaucoup de projets. Vous êtes prêteurs, vous êtes créanciers, mais vous syndiquez, vous revendez les mêmes projets à vos partenaires quand ce sont des compagnies**



## Pascal Cuche

- Associé Responsable du Pôle Droit Public et Projets au sein du cabinet Freshfields, Pascal coordonne également l'équipe infrastructures du cabinet à Paris
- Intervient à la fois sur les opérations greenfields (PPP, concessions) et les aspects de droit public et réglementaires des opérations de M&A dans les secteurs régulés (infra, énergie et télécoms)
- Particulièrement actifs sur le segment Brownfield ces dernières années, le cabinet a été récompensé à deux reprises en 2013 et en 2014 par le Magazine des Affaires
- Pascal Cuche notamment intervenu :
  - Pour le compte d'Ardian et de CA Assurances lors de l'ouverture du capital de Vinci Park sur la base d'une valeur d'entreprise de 1,916 Mds€ (début 2014)
  - Pour le compte de Total à l'occasion de la cession de TIGF au groupement SNAM/GIC/EDF Invest pour 2,3 Mds € (2013)
  - Actuellement pour le compte des prêteurs d'un groupement dans le cadre du projet autoroutier de l'A355 ;
  - Pour le compte des prêteurs de GDF Suez dans le cadre du projet Sirocco en 2014

d'assurance à qui vous transférez une partie de la dette. Vous revendiquez cette connaissance. En éolien, vous faites beaucoup de choses. C'est-à-dire que vous avez une expertise, vous banquiers, sectorielle au même titre qu'un fonds ?

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis :** Je pense que dans ce contexte d'environnement de liquidités

très importantes que l'on connaît actuellement, la question pour tous les acteurs, que ce soit pour les prêteurs, mais également pour les fonds d'investissement, ou encore les constructeurs, c'est comment ne pas être dans une situation de compétition où le seul critère soit le prix ? Que ce soit pour les CAPEX, pour l'equity ou pour la dette, lorsque le seul critère est le prix, tout le monde a perdu, même

celui qui gagne...

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** L'année dernière justement, Mathias Burghardt disait que quand on gagnait, on payait forcément trop cher.

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis :** Effectivement. La question, c'est donc quelle différenciation possible



pour ces différents acteurs et quelle valeur apporter dans le processus, que ce soit sur du brownfield ou du greenfield ? De ce point de vue-là, dans la partie financement, nous apportons de la valeur quand nous apportons des solutions de financement et pas uniquement du financement. Ces solutions peuvent reposer sur un certain nombre d'éléments. L'un d'entre eux, c'est l'expertise sectorielle. Avec l'afflux de liquidités actuel, sur les opérations où l'expertise sectorielle est peu nécessaire, les conditions de financement sont très agressives.

Par contre, sur des opérations comme l'éolien offshore, ou sur le financement de l'aéroport de Budapest où deux ans avant la principale compagnie aérienne était en faillite, ou dans le financement d'un câble télécom sous-marin où la commercialisation de la capacité du câble est essentielle, il y a là une réelle expertise sectorielle qu'il faut maîtriser pour intervenir dans le financement. Ceci afin d'avoir une bonne compréhension des risques et de pouvoir apporter un financement pertinent initialement et également dans la durée, dans la gestion que l'on va faire du crédit.

Le deuxième élément pour apporter de la valeur repose sur la capacité de structuration. Les sponsors ont aujourd'hui à disposition un éventail beaucoup plus large qu'il y a 3 ou 4 ans en termes d'outils de financement. Il y a le loan bancaire bien entendu, mais aujourd'hui aussi, de plus en plus, des financements de type obligataire – nous en avons beaucoup parlé il y a 3 ans – qui se développent et de façon peut-être plus porteuse et plus prometteuse en tout cas de notre point de vue, le loan aux institutionnels. Le format loan apporte une grande flexibilité et se prête ainsi très bien au financement d'infrastructures. Ce développement-là a donc lieu de façon très importante. Nous avons ainsi fait avec Antin l'année dernière le premier financement obligataire pour une opération de renouvelables en Italie pour le projet Brainwave. Nous avons

également fait en France le premier Project Bond pour la société Axione. Au-delà de ces financements de type obligataire, nous avons structuré de nombreuses tranches de loans pour des investisseurs institutionnels : sur l'Irlande une tranche à taux fixe sur le projet autoroutier N17/N18 ou encore sur le refinancement d'Exeltium. Il y a donc une multitude de solutions aujourd'hui, beaucoup plus importante qu'avant, qui, au-delà de la compétitivité sur le prix, peuvent être très différentiantes dans les offres qui sont faites.

“ L'idée que les actifs infrastructure core sont moins risqués que les actifs de marché est en train d'être balayée ”

La présence géographique est le troisième élément qui permet d'apporter de la valeur dans les solutions de financement proposées car elle permet d'avoir une compréhension fine des acteurs du marché et du cadre législatif et réglementaire. L'année dernière par exemple, lors de la phase de placement de l'opération Brainwave en Italie, il y a eu des sujets de décret pour une révision de tarifs qui sont intervenus. L'opération s'est très bien passée parce que nous avons une très bonne connaissance du cadre législatif localement et que nous avons su la partager avec les investisseurs.

Enfin, le dernier élément, c'est la réactivité, donc la capacité d'underwriting qui permet d'assurer la confidentialité sur des opérations. Je pense qu'il faut savoir être très réactifs, donc pouvoir proposer des montants importants parce que l'on ne peut pas

avoir 10 banques autour de la table quand on négocie une acquisition financière confidentielle. Et là aussi, la compréhension de l'opération et la capacité à la distribuer est un élément différentiant.

Dans l'origination aujourd'hui des opérations, notre objectif est donc d'apporter, en tant que conseil financier ou prêteur, des solutions à nos clients avec une palette de produits qui est aujourd'hui beaucoup plus large.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Et aujourd'hui, dans cet environnement de grandes liquidités, ce qui vous occupe aussi, que ce soit prêteurs, conseils ou investisseurs, c'est aussi le refinancement ? Parce qu'on parle de financement, mais il y a aussi beaucoup de refinancement. Il y a eu Axione qui a été une opération largement commentée et très importante, l'année dernière. Ardian a refinancé Vinci park quasiment dans la foulée du deal, quelque mois plus tard, avec une émission obligataire. Le refinancement aujourd'hui, c'est une part substantielle du marché ?

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis :** Les taux et l'évolution des marges du fait de l'afflux de liquidités impliquent qu'il y a beaucoup d'opérations de refinancement. Les schémas de refinancement peuvent être très différents en bond, en loan, long terme/court terme et par conséquent les stratégies pour les sponsors.

**Alain RAUSCHER, Antin :** Je crois que le refinancement est quelque chose d'absolument crucial. Nous le prenons d'ailleurs tellement au sérieux chez Antin, que nous avons recruté un associé qui vient de Rothschild, dont l'unique mission est de s'occuper des financements et refinancements.

Quand nous mettons en place un financement, nous pensons déjà au refinancement. Ce n'est d'ailleurs souvent pas un, mais plusieurs





## Alain Rauscher

- Président Directeur Général et fondateur d'Antin Infrastructure Partners
- Antin IP est une société de gestion indépendante et intégralement détenue par ses associés. Fondé en 2007, Antin IP a une stratégie d'investissement dans des actifs brownfield générant des cash flows stables sur le long terme. Elle comprend 44 professionnels répartis en Paris, Londres et Luxembourg.
- Antin IP gère actuellement deux fonds pour un total de 3,1 Mds € avec une base diversifiée d'investisseurs institutionnels. La société de gestion s'est vue remettre le Prix du "Fonds d'Infrastructure de l'année" par le Magazine des Affaires en 2015.
- Dernières opérations marquantes :
  - Acquisition de l'opérateur de fibre optique Eurofiber à Doughty Hanson pour 875 M€
  - Augmentation de sa participation dans CATS System, un pipeline d'acheminement de gaz en Mer du Nord dans lequel Antin IP avait investi 650 M€ en juillet 2014 et dont elle détient désormais 99%
  - Sortie de Porterbrook, une société de matériel ferroviaire roulant en G.B cédé au consortium constitué d'Allianz, Hasting, Alberta IM et EDF Invest (octobre 2014)

refinancements. Une de nos préoccupations majeures, notamment dans le contexte actuel de taux extrêmement bas, est de s'assurer que nous ne sommes pas en train de mettre trop de dette que nous pourrions ne pas pouvoir refinancer correctement dans 3 ou 4 ans si les taux d'intérêt venaient à remonter par exemple. C'est un sujet qui doit être traité avec beaucoup de prudence. Il est facile de prendre de la dette pas chère, en grande

quantité, avec peu de covenants. Tout cela est très sympathique pour les emprunteurs, mais si ça se traduit par un sinistre économique dans 3 ou 4 ans, ce n'est pas forcément quelque chose d'intelligent...

Sur les sociétés de notre premier portefeuille, tous les actifs ont été refinancés au-delà de la durée du fonds 1, 2 ou 3 fois.

Travailler avec des banques fiables et engagées sur le long terme est un

critère absolument capital pour nous. C'est pourquoi nous passons beaucoup de temps à gérer nos relations avec nos banquiers pour s'assurer que nous nous connaissons parfaitement. Il est en effet primordial de ce point de vue de bien se connaître afin de traiter les problèmes éventuels sur les participations de façon rapide, proactive et en transparence avec les banques pour que la confiance soit toujours là.

Nous avons également besoin de



banques qui connaissent les segments dans lesquels nous investissons ou qui soient en mesure d'appréhender et comprendre notre rationnel d'investissement et le fonctionnement d'un secteur.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Comme le numérique. Axione, c'est ce qu'ils disaient, avait été très compliqué parce que le numérique est complexe.

**Alain RAUSCHER, Antin :** Il y a un travail important de partage d'expérience avec les banques. L'agilité et l'ouverture d'esprit sont des qualités que nous recherchons chez les banques. Nous sommes très soucieux de travailler avec un groupe de banques qui comprennent les secteurs dans lesquels nous souhaitons investir.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Et quand on fait un refinancement obligataire, ça suppose de faire un road show à nouveau du deal ?

**Alain RAUSCHER, Antin :** Oui, tout

à fait.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Ça peut être un processus qui finalement ressemble à un nouveau deal.

**Alain RAUSCHER, Antin :** Oui mais c'est extrêmement créateur de valeur. Le cas de Porterbrook est de ce point de vue assez exemplaire puisque nous sommes passés d'une logique 3, 5, 7 ans à un refinancement obligataire à près de 20 ans, avec des taux plus bas. C'est donc quelque chose d'extrêmement intéressant.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** C'est tout bénéfique pour vous.

**Alain RAUSCHER, Antin :** C'est en effet un avantage financier significatif mais pas uniquement. Il y a un certain nombre d'avantages importants. Un refinancement amène le management à réfléchir au-delà de l'aspect purement opérationnel de son activité.

L'émission obligataire pousse en effet

le management à se penser comme gérant une société et non uniquement des actifs puisqu'ils sont en première ligne lors du road show pour vendre leur société afin de la refinancer. Cela permet également au management de mieux appréhender ce qu'est le marché financier.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Et il y a des excès ? C'est vrai pour private equity comme c'est peut-être vrai aussi pour les infrastructures, le marché est pro-emprunteur. Pascal, toi qui est habitué à voir les dangers et les risques, que conseilles-tu ? Est-ce qu'il y a des clauses ? Est-ce qu'il y a des formes de dérives sur la documentation ?

**Pascal CUCHE, Freshfields :** Ce constat porte sur l'ensemble du marché de la dette en réalité, ce n'est pas un constat propre aux infrastructures. Il est important de rappeler que le marché fonctionne par cycles. Au début des années 2000, fin des années 90, le marché était extrêmement pro-emprunteur. Au milieu des années





2000 et en l'espace de quelques mois, le marché a basculé et les banques, à la suite de la crise financière, ont été beaucoup moins présentes, pour ne pas dire absentes. A l'époque, beaucoup pensaient que la situation aurait vocation à être pérenne. Et pourtant, aujourd'hui, nous sommes à nouveau dans un marché pro-emprunteur. Il faudra surveiller de près les dérives possibles, comme les documentations de crédit rédigées par le conseil des emprunteurs ou les durées de closing extrêmement raccourcies. La concurrence entre les banques s'avérant extrêmement forte, ces dernières ont une moindre capacité à influencer sur la documentation. Dans le cadre des refinancements, nous constatons d'une manière générale un allègement des covenants et des security packages.

**Xavier LELOUP, Le magazine des affaires :** Dans le refinancement, en général on allège ? Parfois, c'est l'occasion d'alléger les covenants ?

**Pascal CUCHE, Freshfields :** C'est l'occasion d'alléger la documentation, y compris les security packages, pour deux raisons. D'une part, il y a de plus en plus une volonté des emprunteurs de rechercher des financements du type investment grade. Un allègement du security package résulte naturellement de cette tendance. Nous constatons également, lorsqu'il y a un recours à la fois à un financement obligataire et à un financement bancaire, un alignement des covenants du bancaire sur l'obligataire dans le cadre des refinancements, ce qui là-aussi se traduit par une tendance à un allègement des contraintes pesant sur l'emprunteur. Si l'on regarde les derniers refinancements qui ont eu lieu, de nombreux projets et opérations sont effectivement dans cette approche de mix de bancaire et d'obligataire. Je ne pourrais pas dire si nous pouvons ou non parler de dérive mais, ce qui est certain, c'est que nous sommes dans un marché qui est très pro-emprunteur.



**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Anne-Christine, vous avez l'impression que l'on vous tord le bras ?

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis :** L'afflux de liquidités fait que la compétition est extrêmement forte. Que ce soit sur les prix ou sur les structures, les conditions commencent parfois à être très difficiles, mais c'est surtout sur les prix que le sujet évolue fortement.

**Alain RAUSCHER, Antin :** Je pense qu'il faut se méfier des victoires à la Pyrrhus consistant à obtenir de grands quantum de dettes à des conditions extrêmement basses sans penser au refinancement. Évidemment, je ne vais pas vous dire que nous sommes ravis d'avoir très peu de dettes, avec des covenants draconiens et de payer des taux d'intérêt élevés, ce serait aberrant ! Mais fondamentalement, un sponsor est responsable de la dette qu'il prend. Je sais qu'il y a eu des situations où, pour gagner une transaction, nous aurions pu prendre plus de dette, mais cela posait un risque de refinancement tellement élevé que nous avons préféré refuser de faire l'opération. J'insiste donc beaucoup là-dessus, attention aux victoires à la Pyrrhus ! C'est pour ça que nous passons du temps à échanger avec nos banquiers

et nos avocats pour comprendre, au-delà des négociations commerciales, quelle est leur perception du risque de l'actif, étant entendu que c'est nous, in fine, qui prenons la responsabilité de ce risque.

De la même façon, réduire les covenants, c'est évidemment quelque chose qui simplifie la vie, mais ça n'est pas non plus l'alpha et l'oméga de l'investissement. Un bon financement du point de vue d'un investisseur n'est pas un investissement où il n'y a pas de covenant, c'est complètement farfelu. Cela passe par une confiance construite avec les banques et les avocats.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Sur la création de valeur, tu parlais, Pascal, tout à l'heure de différents positionnements, tu en as listé 8. On parle beaucoup de core infra aujourd'hui. C'est un positionnement que l'on peut opposer au private equity. Est-ce que l'on crée de la valeur de la même manière selon que l'on investit dans un réseau de chaleur ou d'acheminement de gaz ou dans une société qui a vocation à remporter des contrats, à faire de la croissance externe, comme une société gestionnaire de crématoriums par exemple en Grande-Bretagne ? Est-ce que c'est complètement différent ?





**Pascal CUCHE, Freshfields :** C'est un débat qui revient de plus en plus souvent : existe-t-il une convergence entre le private equity et le monde de l'infrastructure ? La question est intéressante en soi, mais à mon avis, le sujet a évolué. Aujourd'hui, il y a autant de stratégies qu'il y a d'actifs en réalité. C'est l'actif qui guide la stratégie. Si vous êtes dans une logique d'acquisition de flux, par définition, la création de valeur va être extrêmement faible. Et donc, la stratégie à mettre en place sera presque inexistante.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** C'est quoi, c'est de l'entretien d'infrastructures ?

**Pascal CUCHE, Freshfields :** Dans une logique d'achat de flux, il va d'abord s'agir de vérifier que les contrats ont été bien structurés et les risques correctement alloués entre les parties. Dans cette situation, l'analyse de la contrepartie est également très importante. Lorsque l'on achète un portefeuille d'actifs avec une contrepartie publique, la première chose à vérifier est la solidité de la contrepartie. L'investisseur achète des contrats à 20 ou 30 ans. Le principal

enjeu, lorsque l'actif est adossé à des paiements garantis, est de vérifier que la contrepartie, sur 20 ans, est fiable, qu'elle sera toujours là et, s'il existe un risque de défaut, de savoir qui prendra le relais et le cas échéant comment.

Les questions sont alors assez juridiques, puisqu'il n'y a pas ou peu de problématiques de management ou de création de valeur. De plus, en général, il s'agit de deals fermés, où l'investisseur fait l'acquisition d'un portefeuille disposant d'une durée de vie de 15 ou 20 ans et qui n'a pas vocation à croître. Dans ce cas, cela n'a pas de sens de parler de convergence avec le private equity.

En revanche, à l'inverse, si un investisseur achète une société qui n'est pas adossée à quelques contrats monopolistiques, nous ne sommes plus dans une logique d'achat de flux, mais au contraire dans une logique de développement commercial, comme par exemple dans le cas du dossier Vinci Park, où l'enjeu va être d'accompagner le développement de la société. Cela sera aussi le cas d'une société de développement dans l'éolien, où l'investisseur, certes, achète une plate-forme, mais où l'enjeu est de découvrir de nouveaux

marchés, de développer son business à l'étranger, etc. On retrouve alors des problématiques de management, des logiques qui peuvent se rapprocher de celles du private equity. L'idée pour autant n'est pas de dire qu'il y a une opposition ou une convergence private equity et infrastructures. C'est la nature de l'opération et la nature de l'actif qui guident une stratégie donnée. Le vrai critère, selon moi, se situe dans la recherche de création de valeur. En toute hypothèse, la connaissance du sous-jacent infrastructure et la maîtrise des risques qui y sont associés me semblent être un facteur différenciant entre les fonds infrastructures et les purs fonds de private equity.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Donc, une compagnie d'assurance, par concept, n'irait pas investir dans une société qui a vocation à faire de la conquête commerciale ou en co-investissement.

**Pascal CUCHE, Freshfields :** Ce n'est pas toujours vrai puisque nous voyons certaines compagnies d'assurance le faire, comme ce fut le cas dans l'opération Vinci Park. Il ne faut donc pas croire que les compagnies d'assurance ne cherchent pas des modèles de création de valeur, mais il existe certaines politiques d'investissement développées par des institutionnels de ce type dont l'objet sera la recherche de modèles avec des flux beaucoup plus réguliers, des horizons temporels bien définis et des contrats garantis sur 20-25 ans. Ce sont donc des logiques très différentes et nous ne sommes alors pas dans une logique de développement. Nous sommes dans la logique d'acheter un contrat fiable et l'enjeu sera de s'assurer que ce contrat ira à son terme et que la contrepartie est solide. La logique est alors très différente.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Puisque l'on cherche toujours à définir cette notion,



est-ce que la meilleure protection pour l'investissement dans les infrastructures, c'est l'investissement dans une infrastructure qui n'est pas duplicable sur le court terme ? CATS, j'imagine que l'on ne peut pas faire le même pipeline demain matin. Ça vaut tous les contrats.

**Pascal CUCHE, Freshfields** : C'est vrai. La question de l'existence ou non du monopole juridique revient souvent lors de l'étude d'un investissement. Il existe de très nombreux cas où, juridiquement, vous n'avez pas de monopole. Les pipelines de gaz, par exemple, ce n'est pas un monopole juridique, n'importe qui peut, en théorie, juridiquement en développer. Et pourtant, les conditions de marché ne sont pas forcément réunies afin de rendre un tel investissement pertinent. L'infrastructure n'est économiquement pas dupliquable ; on parle alors d'infrastructure essentielle. La notion de core infra se situe donc également dans la capacité à appréhender ce caractère plus ou moins monopolistique de l'infrastructure, l'exposition plus ou moins forte à un risque de marché du point de vue tant juridique qu'économique. Il s'agit du travail des équipes des fonds qui vont apprécier ce degré plus ou moins ouvert de l'infrastructure au risque de marché.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires** : Et ça finalement, c'est plus rassurant qu'une certaine stabilité de la réglementation ou des pouvoirs publics, puisque le passé récent a montré que les pouvoirs publics étaient parfois imprévisibles, en tout cas en France et ailleurs aussi en Europe.

**Alain RAUSCHER, Antin** : Tout à fait. Les huit critères que Pascal a évoqués sont très intéressants parce que l'on peut très facilement, en les appliquant, montrer les différentes stratégies d'investissement. Il y a en effet différents modèles. C'est une classe d'actifs récente avec une offre



qui s'est plus ou moins développée ces dernières années. Dans le greenfield, c'est-à-dire la construction de nouveaux actifs, nous avons la chance d'avoir, en France, un fonds dédié de très grande qualité. Je ne veux pas faire de publicité, mais c'est l'un des rares fonds au monde qui réussit – et d'ailleurs il se développe maintenant aux Etats-Unis, et en Afrique – parce qu'il a de très fortes compétences d'ingénierie liées à la personnalité de son fondateur.

Le marché brownfield, c'est-à-dire des actifs en exploitation, représente aujourd'hui la majorité du marché avec des stratégies très variables. Je pense qu'il est encore un peu tôt pour les investisseurs pour faire un état des lieux des différentes stratégies et de ce qu'elles apportent. Quand nous avons commencé Antin, il y a presque 10 ans, tout le monde voulait faire du core infrastructure.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires** : C'est encore un mot à la mode, "core infrastructure".

**Alain RAUSCHER, Antin** : Absolument. On parle de core infrastructure principalement pour désigner des actifs régulés. Moi, ce que j'ai toujours pensé – et je l'ai d'ailleurs

dit publiquement même si ça faisait sursauter les gens – c'est que ce qui est régulé est ce qui est le plus risqué, parce ce qu'un État a fait, il peut le défaire le lendemain matin. Je ne vais pas citer d'exemples de changements de réglementations, mais il y en a eu en Espagne, en Norvège, en Angleterre, en Allemagne, en France, en Hollande, enfin on pourrait citer tous les pays.

Des changements de réglementation, de fiscalité ont fortement affecté les investisseurs. Certains avaient investi en se disant « j'ai des actifs qui offrent des flux totalement stables, garantis par des États qui vont me donner du rendement de 4 ou 5 % avec un TRI de 7, 8 ou 9 % ». Malheureusement quand il y a un changement de réglementation, on se retrouve avec des investissements qui peuvent vite devenir catastrophiques. Je pense que les actifs réglementés sont des actifs risqués comme d'autres qui imposent d'être extraordinairement vigilants. Le risque politique est, à mes yeux, le principal risque qui pèse sur le secteur de l'infrastructure.

Pour revenir à la description de Pascal, chez Antin, nous favorisons une approche de type private equity avec du yield. Nous cherchons à créer de la valeur parce que c'est la meilleure





Alain RAUSCHER



Anne-Christine CHAMPION  
NATIXIS



façon de se protéger contre des risques souverains. Ça veut donc dire gérer les sociétés et ne pas croire que l'on va avoir un flux de dividendes comme si c'était une obligation, rien n'est plus faux. Même en France, nous avons vu que certains sujets peuvent donner lieu à des débats politiques que je croyais d'un autre âge et qui nuisent à la crédibilité du marché français, je pense aux autoroutes mais je m'étais apparemment trompé. Il y a donc plein de stratégies possibles, mais l'idée que les actifs infrastructure core sont moins risqués que les actifs de marché, est en train d'être balayée.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires : Anne-Christine, là-dessus, vous avez un œil de banquière ?**

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis :** Je pense qu'il y a effectivement un flux d'opérations significatifs aujourd'hui en Europe, dans le brownfield. Dans le greenfield, la situation est un peu différente du fait de l'austérité budgétaire et peut varier en fonction des pays. Le marché français était de 2009 à 2012 le premier marché en Europe ; aujourd'hui ce n'est plus le cas, mais d'autres pays

comme l'Allemagne ou les Pays Bas ont pris le relais. Donc, je pense que si on regarde les volumes qui sont réalisés chaque année, ils sont relativement stables en Europe pour l'ensemble des opérations. C'est vrai que l'afflux de liquidités très important donne une perception de rareté sur les actifs.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires : S'il y a une acceptabilité politique.**

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis :** Tout à fait. Même si sur le greenfield il y a quand même un sujet de flux d'opérations dans certains pays.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires : Ça, c'est le problème français du moment.**

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis :** Pas uniquement français, je pense que c'est aussi un sujet en Allemagne. L'Italie et l'Espagne aussi. Donc, ce n'est pas parce qu'il y a un cadre réglementaire ou juridique donné qu'il faut se dire « allons-y, il n'y a pas de risque ».

**Xavier LELOUP, le Magazine des**

**Affaires : Pascal, tu voulais dire quelque chose là-dessus ?**

**Pascal CUCHE, Freshfields :** Je suis totalement d'accord avec ce qui vient d'être dit. Je voudrais faire deux remarques. Tout d'abord sur le greenfield de manière générale. On dit souvent qu'il y a peu de greenfield en France, mais il est important de rappeler que ce phénomène ne concerne pas que la France et qu'il s'agit d'une tendance largement européenne. Il y a moins de projets greenfield en Europe, pour des contraintes budgétaires évidentes. Mais au-delà des contraintes budgétaires, je pense que l'on prend parfois le sujet du mauvais côté. La première réflexion que l'on doit avoir, et cela est valable pour la France, mais aussi pour tous les pays développés qui ont connu ces dernières années un très haut niveau de dépenses publiques, notamment dans le secteur des infrastructures, porte sur le besoin existant aujourd'hui : où faut-il investir dans les infrastructures ? Je pense que c'est la première question et elle est souvent mal posée. Il y a en effet actuellement un problème d'identification des besoins. Il est très facile de dire que pour régler le problème des PPP, il suffit



de lancer un projet autoroutier ou ferroviaire. Mais il ne faut pas oublier d'étudier la fréquentation possible de cette autoroute afin qu'elle ne soit pas uniquement portée par des subventions.

La vraie réflexion réside donc dans l'identification des bons projets, qui ont du sens d'un point de vue socioéconomique et qui sont économiquement viables. Il y a quelques années, un rapport qui classait les infrastructures notamment selon leur degré de priorité avait d'ailleurs été réalisé sur ce sujet. Il est intéressant de noter que les infrastructures qui avaient été jugées non prioritaires dans ce rapport sont celles que l'on est en train de développer actuellement. Cela démontre clairement la pression du politique sur l'identification des projets.

Ensuite, la deuxième question à se poser est : quel est le meilleur moyen de les réaliser ? Une fois que les bons projets ont été identifiés, il n'est pas rare que des erreurs soient commises dans le choix du mode de réalisation. Il ne faut pas tomber dans un débat idéologique qui consisterait à dire que le PPP est un mauvais choix dans la mesure où il rapporte de l'argent au secteur privé, et donc décider de développer un projet en MOP, même si cela coûte plus cher à l'Etat.

Ma seconde remarque porte sur le plan Juncker qui, contrairement à ce que l'on peut entendre, ne va pas tout régler. En réalité, ce plan est selon moi très largement en décalage par rapport à nos problématiques actuelles. En effet, dans des pays comme la France ou qui ont un niveau de développement comparable, il est difficile d'identifier les bons investissements et nous sommes face à une problématique de modèle de développement des infrastructures et d'acceptabilité du modèle du financement privé des infrastructures, qui est contesté. Cela n'est pas propre à la France. En effet, il semble de plus en plus difficile d'expliquer à l'opinion publique que la réalisation d'une infrastructure suppose un coût

important et une rémunération des acteurs en conséquence. Ce coût n'est pas visible pour l'opinion publique dans des opérations réalisées en MOP mais, si l'on comparait les coûts d'une telle opération à ceux rattachés à un PPP, il pourrait apparaître, selon les cas, que la MOP coûte au final beaucoup plus cher.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires : Et puis il y a la qualité de la prestation.**

**Pascal CUCHE, Freshfields :** Le citoyen, en regardant à 20 ou 30 ans, s'apercevrait alors que la MOP peut coûter très cher. Mais cet horizon temporel n'est pas celui des politiques, Cela renvoie au travail de missions comme la MAPP ou d'autres régulateurs, qui consiste à montrer le vrai coût des projets sur le long terme et in fine le vrai coût, pour le citoyen, d'une infrastructure.

Dans les pays moins développés où les besoins sont plus importants, une autre difficulté réside dans la qualité de la contrepartie. Les besoins existent mais les investisseurs sont moins intéressés dans la mesure où la contrepartie est moins solide. Nous sommes alors face à un problème de solidité du projet et de capacité des usagers à payer.

Et le plan Juncker, en réalité, se situe en décalage par rapport à cette question. Il vient en effet régler un problème de liquidité qui n'existe plus réellement. Si un projet, dans le contexte actuel, est bon, la question de son financement ne se posera pas. Les investisseurs equity, les prêteurs, les investisseurs institutionnels seront intéressés. En revanche, si le projet est beaucoup plus difficile, il y aura moins d'acteurs pour le financer et le plan Juncker n'a pas prévu de régler ce problème. Son objectif n'est en effet pas d'assurer la bancabilité de projets difficiles. Il y a donc un décalage profond sur le sujet même, qui me semble être l'identification des projets et des moyens pour les développer et qui implique à mon



sens une réhabilitation du modèle du financement privé des infrastructures. La récente crise autoroutière n'a pas contribué à améliorer la situation. Si la situation est en train de se régler, l'opinion publique, in fine, gardera en tête l'idée que les concessionnaires profitent financièrement de la situation. A l'avenir, l'acceptabilité politique des projets pour lesquels l'Etat souhaitera recourir à des investisseurs privés risque d'être affaiblie. Il s'agit d'un vrai sujet de société parce qu'in fine, un mix dans le financement des infrastructures est nécessaire et les investisseurs privés seront de plus en plus essentiels à la réalisation d'un projet d'infrastructure. Concernant les secteurs régulés, je rejoins complètement ce qui s'est dit. Une activité régulée suppose soit que l'utilisateur paye et il y a alors une vraie politique de réalité des coûts et des tarifs qui peuvent être amenés à augmenter, soit que le contribuable paie au travers de mécanismes de subventions. En situation de crise économique, se pose la question de la supportabilité du tarif payé. Les tarifs peuvent être fortement subventionnés et dans ce cas ce n'est pas l'utilisateur, mais le contribuable qui paie. Cela renvoie à l'idée de la supportabilité politique des tarifs et il est évident que dans un contexte de crise économique, le sujet





**Aller chercher un taux de recouvrement de 80 % sur une opération qui se passe mal, ça ne se fait pas tout seul. Et de ce point de vue-là, le fait que le management de la société anticipe ces difficultés avec les créanciers est essentielle ” ”**

Anne-Christine Champion

est extrêmement sensible. Pour le politique, il est alors très facile d'annoncer un gel des tarifs parce que c'est extrêmement populaire. S'il y a une décorrélation entre le niveau des tarifs payés par l'utilisateur ou par le contribuable et la supportabilité intrinsèque de celui-ci eu égard aux conditions économiques, la situation pose problème.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Et là, réglementairement, l'éolien offshore, c'est très politiquement correct aujourd'hui. On est en plein dans toutes les thématiques du moment. Donc, politiquement, faire de l'éolien offshore, c'est plus sûr comme investissement, si je me place sous cet angle-là.

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis :** L'éolien offshore est un des moyens de mettre en oeuvre la transition énergétique souhaitée par Europe. Parce qu'il s'inscrit dans ce contexte, ce marché devrait connaître un développement pérenne. Cela ne veut pas dire pour autant que c'est un investissement sûr. L'éolien offshore, en termes de risque de construction et d'exploitation, est encore complexe. Le marché est en train de devenir plus mature, cette gestion des risques et la compréhension que les marchés financiers en ont beaucoup évolué au cours des deux dernières années et on a pu le constater sur les opérations qui se signées.

Je souhaite revenir sur ce qui a été dit sur le plan Juncker. Le plan Juncker, s'il est dans l'idée d'apporter des liquidités sur un marché qui déborde déjà de liquidité, ne peut qu'accentuer un phénomène que tout le monde autour de la table déplore quelque part

aujourd'hui. Par contre, ce que peut permettre le plan Juncker, c'est de soutenir l'émergence de la classe d'actifs infrastructures, évolution du marché de la dette infrastructures qui a démarré il y a 2-3 ans en Europe et qui entre dans une nouvelle phase. Après une première phase pionnière d'intervention de nouveaux acteurs que sont les investisseurs institutionnels, ils sont aujourd'hui assez nombreux à se positionner en complément des acteurs bancaires, selon différentes modalités bancaires, obligataires et en ayant évolué de façon importante sur certains sujets comme par exemple le risque de construction.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Qui ne fait plus peur.

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis :** Qui ne fait plus peur effectivement. La bonne compréhension du risque de construction permet désormais de l'intégrer dans les financements. Et pour moi, nous entrons aujourd'hui dans une deuxième phase, après cette phase pionnière, celle de la maturité. C'est en Europe que l'évolution de ce marché est la plus avancée. Le marché mondial du financement des infrastructures est un marché qui reste encore extrêmement bancaire, mais où, sur le dollar par exemple, on voit ces évolutions intervenir. Elles se font aujourd'hui plus lentement qu'en Europe, mais les volumes sont potentiellement beaucoup plus importants.

Il me paraît essentiel que cette évolution se poursuive en Europe et l'afflux de liquidités est un risque parce qu'il pourrait freiner l'émergence de cette classe d'actifs qui offrent des cash flows stables. C'est ce que recherchent



les investisseurs institutionnels et plus que de savoir si on est en train de financer une ferme photovoltaïque ou une autoroute ; la stabilité des cash flows est essentielle. Le dernier rapport de Goldman Sachs sorti au mois d'avril 2015 montre que la classe d'actifs Infrastructure est au niveau mondial la deuxième classe d'actifs sur laquelle les investisseurs font leurs allocations aujourd'hui et la première en Europe à hauteur de 34 %. Il y a donc un intérêt pour la classe d'actifs, il faut arriver à soutenir cela. Ceci suppose plus de transparence sur les projets. Tant qu'ils n'étaient financés que par des banques, les informations sont restées dans les livres des banques, et il y a donc peu d'informations publiques. Ce point de vue-là, ce qui est fait sur l'identification des projets en Europe via le plan Juncker devrait aller dans le sens de plus de transparence. C'est ce que nous faisons également avec l'Edhec Risk Institute et la chaire de recherche sur la dette infrastructure que nous sponsorisons. Cette chaire publie un certain nombre d'articles sur la dette infrastructures et a pour objectif d'aboutir in fine à la définition d'un benchmark de la classe d'actifs. Pourquoi le benchmark est essentiel ? Parce que si l'on veut qu'il y ait des volumes très significatifs de dettes côté investisseurs qui soient alloués à la classe d'actifs, il faut que ces investisseurs puissent mesurer la performance de la dette infrastructure et pour cela le faire par rapport à un benchmark. Il faut qu'ils puissent la mesurer pour eux-mêmes, qu'ils puissent mesurer la performance de l'asset manager à qui ils confient des fonds ou à des banques, quand c'est sous forme de partenariat.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Vous voulez dire quelque chose ?

**Pascal CUCHE, Freshfields :** Je souhaiterais compléter sur l'éolien offshore.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Où le management a son importance.

**Pascal CUCHE, Freshfields :** Tout à fait. Tout le monde était un peu pessimiste sur le greenfield, mais s'il y a un segment qui connaît un certain dynamisme, c'est bien l'éolien offshore. On le voit moins en France parce que les projets sont en cours de gestation, on le verra plutôt fin 2015, pas avant. En revanche, les autres marchés européens sont extrêmement actifs. L'Allemagne est un marché très dynamique, les pays nordiques également. Nous réalisons un rapport annuel sur le secteur et je souhaiterais partager avec vous certaines de ses conclusions qui me semblent intéressantes sur l'évolution du marché. En effet, ce dernier confirme à lui seul tout ce que l'on vient de dire. Ce sont des actifs qui sont adossés à des contrats d'achat à long terme, totalement sécurisés, une fois que le risque de construction a été purgé. Les cash flows sont récurrents et sécurisés sur de très longues périodes. Cela correspond parfaitement à l'horizon temporel et à la politique d'investissement des investisseurs institutionnels. Nous les voyons arriver

désormais massivement, y compris au stade de la construction dans le cadre du développement des projets offshore. C'est un phénomène complètement nouveau. Historiquement, les projets éoliens offshore étaient développés et souvent financés par les utilities sur leur bilan compte tenu de l'importance du risque de construction. L'arrivée des investisseurs financiers s'explique d'une part par le fait que les projets se sont complexifiés et que leur taille a augmenté, nécessitant des montants de capitaux de plus en plus importants ; et d'autre part par le fait que les utilities se trouvent actuellement dans un contexte financier plus difficile avec la baisse du prix de l'électricité. Tous ces acteurs ont été confrontés à une logique de recherche de sources alternatives de financement pour conduire leurs projets. Il n'est donc pas étonnant de voir désormais des logiques de syndication de l'equity dès le stade de la construction. Aujourd'hui, cela concerne trois acteurs, dont RWE. Si on rapporte la participation au montant global des projets, pour l'année 2014, on constate qu'un montant équivalent à 756 MW a été syndiqué exclusivement à des investisseurs institutionnels,







Alain RAUSCHER

Alain Rauscher, Président

“ “ Quand nous mettons en place un financement, nous pensons déjà au refinancement. Ce n'est d'ailleurs souvent pas un, mais plusieurs refinancements ” ”

Alain Rauscher

notamment à des fonds de retraite, essentiellement nordiques. Ce montant représentait l'équivalent de 430 MW en 2012 ; il a donc quasiment doublé en deux ans. La structuration des projets a elle aussi changé. Prenons l'exemple de Dong, qui aujourd'hui offre de véritables EPC dans le domaine de l'éolien offshore, ce qui est complètement nouveau et permet de sécuriser l'investisseur en période de construction. Dong a vendu des participations dans cinq projets depuis 2010, correspondant à 1,5 GW et sur ces cinq projets, quatre sont développés sur la base d'EPC.

Mettre en place un montage contractuel en phase de construction qui sécurise les investisseurs institutionnels permet donc l'investissement massif de cette classe d'investisseurs. Et la France ne devrait pas rester à l'écart. D'ailleurs, aujourd'hui, l'éolien offshore va aussi être soutenu par des contrats d'achat de long terme et nous devrions donc retrouver ces mêmes logiques en France.

La dette n'est pas restée non plus en marge, puisqu'elle explose dans le secteur. Deux chiffres : le montant de dette en 2013 était de 1,6 milliard de dollars et il est passé à 4,1 milliards en 2014, en Europe. C'est un gisement d'affaires important. En sachant que cela correspond à une conjonction d'éléments. Les utilities sont dans une situation économique plus difficile et la tentation de se tourner vers du financement de projets en est renforcée. La syndication de l'equity a tendance naturellement à pousser vers la volonté de monter des projets en financement de projets. Nous devrions donc, même si c'est compliqué à monter, voir un essor des financements de projets

sur ce type d'actifs.

Je voudrais enfin revenir sur le projet Gemini, qui avait à l'époque soulevé de nombreuses interrogations. Lorsque nous avons réalisé la première édition de notre rapport sur l'éolien offshore, il y a deux ans, la majorité des acteurs du secteur pensait qu'il serait très difficile de monter des financements de projet pour les projets les plus importants, notamment ceux de plus de 400 MW. Gemini apporte la preuve contraire, puisqu'il porte sur 600 MW et représente un investissement de 2,2 milliards de dollars et a été monté en financement de projet. C'est donc la preuve que l'on peut désormais boucler des financements de projets sur des mégas projets éoliens offshore.

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis** : Sur l'éolien offshore, c'est ce que je disais précédemment, il y a eu, au cours des deux dernières années, une maturation du marché pour la contractualisation, pour la structure du risque de construction qui a été très importante et qui explique aussi le fait que l'on ait pu financer un projet de 600 mégas watts en financement de projet. De ce point de vue ce marché est intéressant parce que finalement, il est assez rare, sur les grands projets d'infrastructures, de ne pas avoir de contrat EPC. Dans les autres secteurs, on a toujours des acteurs qui couvrent l'ensemble du risque via le contrat de construction. Là, dans l'éolien offshore, ça n'existe pas aujourd'hui ou très rarement et du coup, le management de la société est essentiel pour le développement du projet parce qu'il y a un rôle d'ensemblier et de gestion du risque d'interface entre les différents contrats qui





sont mis en place qui est critique. C'est la raison pour laquelle nous menons sur ces projets une analyse sur la capacité du management de la société à mener cela.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Justement, excellente transition sur la dernière partie management. Vous avez parlé de management. C'est nécessaire sur l'éolien. Il y a Alain et aujourd'hui dans cette salle des membres de managements de l'une de vos participations, c'est FPS Towers, sur des tours télécom. Là encore, je vais me faire l'avocat du diable. Est-il nécessaire d'investir dans la qualité de l'équipe de direction d'une société gestionnaire de tours ? Ne s'agit-il pas uniquement d'ingénieurs que l'on envoie avec des filins au milieu des sapins ?

**Alain RAUSCHER, Antin :** C'est à eux de le dire ! Ce que je peux dire, c'est que FPS Towers est une histoire extrêmement intéressante dont nous

sommes très fiers. Il s'agit des tours de Bouygues Telecom qui ont été cédées il y a un peu plus de deux ans. Nous avons créé une société ex nihilo qui a récupéré plus de 2 000 tours louées à long terme à Bouygues Telecom. Nous avons là un actif qui plaît énormément aux investisseurs institutionnels avec des caractéristiques infrastructures très fortes

Il y a ensuite deux façons de travailler cet actif. La première, c'est de prendre un bon veilleur de nuit. C'est-à-dire que l'on dit « j'ai 2 000 tours, je ne fais rien et je perçois un loyer à long terme ». C'est la tentation de l'investisseur rentier.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Oui, c'est une manière de créer de la valeur de la manière négative, mais d'en créer.

**Alain RAUSCHER, Antin :** C'est cela. L'autre approche que nous avons mise en place chez FPS Towers, est au contraire de recruter une équipe ex nihilo dirigée par une personne

qui connaît très bien le secteur et qui connaît également très bien Bouygues Telecom.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Qui était un ancien de Bouygues.

**Alain RAUSCHER, Antin :** Oui. A partir de là, on se dit « nous avons une base d'actifs, développons-la en attirant d'autres opérateurs ». C'est une première stratégie très simple à énoncer, mais plus difficile à mettre en œuvre... Il y a d'autres stratégies de création de valeur que je ne veux pas dévoiler parce que nous sommes en train de les mettre en application.

Tout ce que je veux dire, c'est que c'est vraiment l'investisseur qui crée plus ou moins, ou pas du tout, de valeur par sa propre volonté et son activité. Le pire pour moi, c'est de voir des investisseurs qui ne font rien d'un actif en attendant simplement qu'un dividende de 3, 4, 5 % tombe à la fin de l'année. C'est déplorable lorsque les actifs sont de belle qualité, mais pour les développer,





**Le plan Juncker aurait pu traiter le sujet des recours contentieux en proposant de mettre en place des garanties pour permettre le développement de projets, quand bien même il y aurait des oppositions** ” ”

Pascal Cuche

il faut un management de qualité.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires : Et intéressé ?**

**Alain RAUSCHER, Antin :** Intéressé évidemment. Qui a un soutien très fort en capital de la part de ses investisseurs.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires : Donc, cela veut dire que vous avez un portefeuille pour financer le build up ?**

**Alain RAUSCHER, Antin :** Complètement et ça peut être extrêmement significatif. Et c'est en plus très motivant pour le dirigeant d'une société de savoir qu'il a des actionnaires prêts à continuer à mettre du capital au travail, pour lui permettre de développer son activité. Je crois beaucoup à ce modèle de type private equity.

Il y a un point sur lequel il me paraît important d'insister. Par simplicité de langage, nous parlons souvent d'actifs, or rien ne pourrait être plus faux. Nous n'investissons pas dans des actifs mais dans de vraies sociétés avec leurs problèmes sociaux, fiscaux, juridiques, opérationnels, environnementaux et de sécurité. Quand une société exploite une centaine de cuves de 80 000 mètres cube contenant du pétrole, comme c'est le cas de Pisto au Havre, la responsabilité est considérable. Certains sont allés jusqu'à comparer les investissements en infrastructure à des obligations. Je pense que cela n'est pas du tout correct. Si vous voulez acheter des obligations, n'achetez pas d'infrastructures ! Les infrastructures sont pour moi des actifs industriels, les derniers qui resteront dans un pays si toute son industrie est délocalisée. Il n'y a pas d'actif plus industriel que

l'infrastructure : des ports, des cuves pétrolières, des pipelines, de l'eau, de la production électrique, des autoroutes, des aéroports.... et j'insiste : ce ne sont pas des obligations ! Au contraire, ce sont des actifs qui demandent énormément d'attention et qui supposent d'être travaillés avec beaucoup de soin et de prudence. En revanche, si ce travail est bien fait, c'est une classe d'actifs extrêmement intéressante.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires : Et le management, si on fait un lien justement avec le sujet financement ? Si on fait un refinancement par exemple et que l'on fait un road show du deal, on présente aussi les dirigeants ?**

**Alain RAUSCHER, Antin :** C'est le management qui est en charge de convaincre les banques, qu'ils sont des gens fiables et de qualité. En tant qu'actionnaires, nous sommes là pour aider quand il le faut, mais l'objectif est évidemment que les équipes de management opérationnel deviennent le plus vite possible autonomes pour gérer ce genre de relations. Ce n'est pas uniquement sur le nom d'Antin, qui pourrait céder sa participation dans 5 ou 10 ans, qu'un financement de 20 ans va se mettre en place, c'est aussi sur la qualité de la société et du management en place.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires : Anne-Christine, quand vous transférez une partie de la dette, donc du risque, à l'un de vos partenaires assureurs – Ageas ou CNP pour ne pas les citer - est-ce que vous leur présentez aussi, de la même manière, le management des sociétés ? Ou bien est-ce quelque chose qui vient totalement à la**



fin, de manière anecdotique ?

**Anne-Christine CHAMPION, Natixis** : Sur la partie financement, l'aspect gestion est aussi important. Dans une moindre mesure que sur l'equity, mais il l'est aussi. On entend beaucoup que dans les financements d'infrastructures, il y a des taux de recouvrement de 80 % en moyenne, bien supérieurs à ce qu'il y a sur les financements corporate, qu'il y a des profils de rating qui sont différents,



etc. Je pense qu'il est important, de souligner que ces caractéristiques de la dette infrastructure sont obtenues grâce à une structuration ad hoc initiale spécifique, avec analyse de risques, contrôle sur les financements additionnels, etc... mais qu'il faut aussi mettre en œuvre dans la vie du crédit lorsque cela s'avère nécessaire ces covenants, sûretés pour avoir des taux de recouvrement ou des profils de ratings comme ceux que j'ai indiqués. Aller chercher un taux de recouvrement de 80 % sur une opération qui se passe mal, ça ne se fait pas tout seul. Et de ce point de vue-là, le fait que le management de la société anticipe ces difficultés avec les créanciers est essentiel. Les banques ont créé, depuis plus de 20 ans

maintenant, une expertise dans le suivi de ces financements d'infrastructures. Le co-investissement en dette, que nous proposons sur notre plateforme infrastructure à des investisseurs institutionnels leur permet de bénéficier de cette expertise.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires** : Pascal, dans les deals que tu as accompagnés, quel est celui qui ressemblait le plus, du point de vue de la structuration managériale et de l'intéressement d'un deal de private equity plus classique ?

**Pascal CUCHE, Freshfields** : L'importance du management est en effet, comme le disait Alain, fondamentale. A mon sens, Vinci Park, en est un très bon exemple. Le management était une composante extrêmement importante dans le deal. L'opération était complexe : beaucoup d'actifs et un environnement réglementaire mouvant et complexe. La qualité de ces actifs et la confiance de nos clients dans le management ont été quelques-unes des clés du succès. Lors d'opérations de ce type, la relation entre les investisseurs et le management est primordiale. Les investisseurs ont l'occasion à plusieurs reprises de rencontrer le management, de l'apprécier et de voir toutes ses compétences.

Le management doit bien sûr être très compétent, mais il doit aussi être très structuré et pérenne. C'est un vrai sujet, notamment sur du small /mid cap et notamment dans le secteur éolien où il y a beaucoup de développeurs sur le marché. Dans ce type de situation, nous sommes souvent face à des managements qui sont de très grande qualité, mais en général cela se limite à un fondateur qui est très présent dans l'entreprise et un adjoint. Si le succès de l'entreprise dépend de ce fondateur et que l'avenir de l'entreprise est incertain à 4 ou 5 ans, cela peut constituer une réelle difficulté. Lorsque l'on se place dans une démarche de création de valeur, ce sont entre guillemets aussi

des hommes que l'on achète, une capacité de développement. Dans le cadre de Vinci Park, il était intéressant de comprendre que gérer des concessions est un vrai métier, ce ne sont pas des cash flows qui tombent à la fin de l'année, il y a un vrai savoir-faire, une méthodologie.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires** : Est-ce que vous retrouvez la même stabilité chez vous investisseurs institutionnels ? Parce que quand on est investisseurs, vous avez des ambitions sur plusieurs décennies.

**Alain RAUSCHER, Antin** : Nous, c'est 10 ans.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires** : Mais vous voyez quand même à 20 ans. Vos investisseurs institutionnels, vous me disiez en préparant la conférence qu'il y avait un taux de rotation qui était assez élevé parfois et que l'on ne voyait pas toujours les mêmes.

**Alain RAUSCHER, Antin** : En fait, le taux de rotation est très élevé. Je crois que plus des deux tiers des personnes en charge de l'infrastructure chez les investisseurs qui nous ont fait confiance pour notre premier fonds, ont changé de fonction depuis. Plus des deux tiers en l'espace de 5 ans, c'est considérable. Ce n'est pas neutre en termes de risque du point de vue des investisseurs. Quand on fonctionne avec un excès de liquidités, il me semble important de s'assurer que les personnes en charge restent à long terme, sinon cela peut déresponsabiliser les personnes en charge des investissements. Chez Antin, nous attachons énormément d'importance à nous assurer que les gens viennent chez nous pour les bonnes raisons. Il n'y a rien de plus dangereux dans notre métier que d'avoir des gens sans système de rémunération à long terme visant à récompenser ceux qui réalisent de bons investissements, « cash on cash », et à pénaliser ceux





“Le mécanisme de rehaussement de crédit favorise-t-il la prise de risque des investisseurs en equity dans le projet du plan Juncker ?”

*Didier Maure,  
Directeur Financement de  
Projets chez Thales*

qui en font des mauvais. C'est un facteur de risque que les investisseurs institutionnels n'ont toujours pas pris en considération. J'insiste, c'est quelque chose de très important en particulier pour

les institutionnels qui investissent en direct, parce que si on veut gagner dans un processus d'enchère, ça n'est pas compliqué, il suffit de faire le chèque le plus important ! Si vous n'êtes plus là dans 5 ans pour voir ce qui se passe, c'est un peu problématique. Nous, nous serons là dans 10 ans, nous serons mesurés sur la base de la valeur de cession de nos participations – ce

que j'appelle « cash on cash », et c'est vrai que c'est une garantie formidable pour les investisseurs qui nous font confiance.

**Xavier LELOUP**, le Magazine des Affaires : Est-ce que quelqu'un souhaiterait poser une question ou a quelque chose à ajouter à notre conférence ?

**Didier MAURE**, Thalès : On a parlé du plan Juncker, mais pas tellement sur l'aspect investisseurs avec equity. Donc, je voulais savoir si le mécanisme de rehaussement de crédit favorise la prise de risque des investisseurs en equity dans le projet du plan Juncker ?

**Alain RAUSCHER**, Antin IP : Le vrai problème pour les investisseurs en capital est très simple : est-ce que tel ou tel projet va être économiquement viable ? S'il est économiquement viable, on sera ravi d'y aller et nous n'avons pas besoin du plan Juncker pour le financer.

Les projets doivent être économiques ou ils ne sont pas. Avec le plan Juncker, on est dans une logique de subvention et de rajout de liquidités dans un marché qui déjà est excédentaire. Nous ne sommes plus en 2008-2010 ! Je crois

## Ils ont dit :

➤ **Alain Rauscher**  
“Fondamentalement les opportunités d'investissement sont nombreuses voire plutôt en nombre croissant et je pense que cette croissance va continuer”.

➤ **Pascal Cuche**  
“La notion de core infra se situe dans la capacité à appréhender le caractère plus ou moins monopolistique de l'infrastructure, l'exposition plus ou moins forte à un risque de marché du point de vue tant juridique qu'économique”.

➤ **Anne-Christine Champion**  
“Au niveau mondial, la classe d'actifs Infrastructure est aujourd'hui la deuxième classe d'actifs sur laquelle les investisseurs font leurs allocations et la première en Europe.”



qu'il faut sortir de cette logique parce que ça coûte très cher au contribuable et que plus personne ne veut payer.

**Pascal CUCHE, Freshfields :** Il y a en revanche de vrais sujets qui sont aujourd'hui peu ou pas couverts. Je pense notamment aux risques contentieux sur les projets. Cela handicape profondément le financement de ces projets et in fine les investisseurs equity. En France, nous sommes en effet très équipés en matière de recours contentieux. Il y a beaucoup d'autorisations administratives, même si on est en train de les réduire. Cela implique beaucoup de risques de recours. Le plan Juncker aurait pu traiter le sujet en proposant de mettre en place des garanties pour permettre le développement de projets, quand bien même il y aurait des oppositions. Alors même que certains recours sont parfois peu fondés en droit, cela peut suffire à paralyser le projet. Quand on sait qu'en France, le jugement en première instance peut prendre entre 18 et 24 mois, l'appel un an de plus et le Conseil d'État encore un an de plus, l'attente peut monter à 3 ou 4 ans. Cela peut causer beaucoup de tort à un projet et parfois même l'arrêter définitivement. En effet, entre le moment où le recours a commencé et 4 ans plus tard, les différents acteurs ont eu le temps de changer d'avis plusieurs fois sur l'intérêt de réaliser le projet. Les autorités ne s'intéressent pas suffisamment à ce sujet. On voit en revanche émerger, sur le marché, des assureurs privés qui prennent en charge ce type de risques. Cela existe déjà en Allemagne et certains assureurs commencent à s'intéresser au sujet en France.

**Xavier LELOUP, le Magazine des Affaires :** Je crois que nous avons terminé. Il ne me reste plus qu'à remercier nos orateurs de ce matin. Merci. ■





# La monétisation des embruns : Focus sur l'éolien offshore



Par Jérôme Pentecoste et Julie Vuagnoux, avocats,  
Wragge Lawrence Graham & Co

Le gouvernement français s'est fixé une programmation pluriannuelle des investissements de production d'électricité. Il a ainsi prévu un objectif de puissance totale installée de 6.000 MW au 31 décembre 2020 pour les énergies éoliennes en mer et les autres énergies marines.

50

Le cadre juridique applicable au développement des éoliennes en France vise à concilier le développement de cette source d'énergie et la protection de l'environnement. Les réformes successives ont progressivement allégé les contraintes pesant sur son développement. Ce dispositif ne sera modifié qu'à la marge par le projet de loi sur la transition énergétique et la croissance verte.

Alors que les acteurs du secteur attendent le lancement d'un troisième appel d'offres avant la fin de l'année 2015, l'éclatement des sources du droit applicable justifie une approche opérationnelle de la vie juridique d'un projet éolien offshore.

## 1-Un projet éolien offshore s'inscrit-il nécessairement dans un appel d'offres ?

En droit non, de fait oui.

Alors que la procédure de l'appel d'offres n'est dans les textes qu'une voie subsidiaire, le gouvernement a entendu s'arroger la maîtrise totale des

projets menés en précisant que « les projets déposés en dehors du cadre de tels appels d'offres ne pourront pas être instruits ». La procédure est organisée par la Commission de régulation de l'énergie (CRE) et le Ministre chargé de l'énergie selon des modalités définies par décret.

## 2-La construction d'éoliennes en mer est-elle soumise à l'obtention d'une autorisation d'urbanisme ?

Avant l'entrée en vigueur de la loi Grenelle II, la hauteur du mât et de la nacelle au-dessus de la surface de la mer déterminait la nature des formalités d'urbanisme à accomplir. Désormais, les éoliennes implantées en mer sont dispensées de toute autorisation d'urbanisme.

## 3-La loi sur l'eau est-elle applicable ?

La réponse est affirmative : la loi n° 92-3 du 3 janvier 1992 sur l'eau, désormais codifiée, fait entrer dans la nomenclature eau tous les ouvrages ayant un impact sur le milieu marin (rubrique 4. 1. 2. 0). Cette autorisation est délivrée par le Préfet après la

réalisation d'une enquête publique.

## 4-Quel titre domanial doit-on obtenir ?

Tout projet d'implantation d'éoliennes sur le domaine public maritime est soumis à la délivrance d'une concession d'utilisation des dépendances du domaine public maritime, accordée par arrêté préfectoral, pour une durée ne pouvant excéder 30 ans. Cette concession n'est pas constitutive de droits réels.

La convention prévoit, afin d'assurer la réversibilité effective des modifications apportées au milieu naturel, la constitution de garanties financières dont le montant tient compte du coût estimé de remise en état, restauration et réhabilitation du site.

Elle prévoit également le paiement annuel d'une redevance, dont le montant est fixé par arrêté.

## 5-Quel est le formalisme imposé pour permettre la publicité du projet ?



# ANTIN IP



Alain Rauscher

Antin Infrastructure Partners

## ADN

Entrepreneurial et indépendant : lancé en 2006 par Alain Rauscher avec le soutien de BNP Paribas (300 M€ investi dans le 1er fonds), Antin IP gère deux fonds pour un total de 3,1 Mds€. L'indépendance et l'investissement significatif de l'équipe dirigeante permettent de garantir l'alignement des intérêts de l'équipe avec les investisseurs du fonds.

## Stratégie d'investissement

Le fonds a pour stratégie de prendre le contrôle majoritaire d'actifs matures répondant à la thèse d'investissement suivante :

- Infrastructure essentielle
- Prévisibilité des cash flows
- fluctuations économiques limitées
- Indexation à l'inflation
- Yield immédiat

Pour Alain Rauscher, "l'investissement dans l'infrastructure correspond avant tout à un mode de management du risque et à un type de génération du rendement. Les actifs dans lesquels nous investissons doivent être à la fois peu levragés, dotés d'un important potentiel de développement et d'une très bonne équipe de management. Surtout, le niveau de rentabilité doit être suffisamment élevé pour permettre le versement d'un yield immédiat à nos investisseurs". **Possibilité de co-investissement ?** Oui.

## Fonds sous gestion et performance

Antin IP gère 3,1 Mds €. Le fonds 1 est totalement investi dans 9 sociétés et le fonds 2 dans 3 actifs. La rémunération des investisseurs - fonds de pension (40%), compagnies d'assurance (30%) et gestionnaires d'actifs européens (30%) - est assurée par un yield annuel d'au moins 5% pour objectif de TRI d'au moins 15%.

## Equipes et deals marquants

Rassemblant 44 professionnels (dont 9 associés) de 14 nationalités différentes avec des expertises complémentaires, l'équipe suit un processus d'investissement et de gestion des risques rigoureux permettant une gestion très active des sociétés en portefeuille dans le but d'optimiser la création de valeur pour les investisseurs.

## Dernier développement notable

L'acquisition de l'opérateur de fibre optique Eurofiber à Doughty Hanson pour 875 M€, la montée au capital à hauteur de 99% dans CATS System et le recrutement d'un Responsable de l'Amélioration de la Performance en provenance de PAI.