

Le 09 Novembre 2017

Cabinet Watson Farley & Williams

TABLE RONDE Infrastructure

WATSON FARLEY
&
WILLIAMS



L'infrastructure étend son périmètre mais conserve ses fondamentaux



Nouvelles géographies, nouveaux types de contreparties ou nouvelles technologies, nombreux sont les investisseurs en Infrastructure qui testent les limites de leur modèle pour tenir leurs promesses de rentabilité. Mais la notion d' " Infra like " a beau faire son apparition, les fondamentaux de la classe d'actifs restent inchangés, tel le risque politique ou le besoin de coller aux nouveaux besoins de la société.

Photographie : Philippe Castano

Xavier Leloup, MDA : Les premiers chiffres qui ressortent semblent faire apparaître une baisse des montants de levée dans le monde en infra, au sens générique du terme, en tout cas sur ce troisième trimestre 2017 par rapport à l'année précédente. On serait passé de presque 25 milliards de dollars l'année dernière à 10,6 milliards cette année. Est-ce que purement conjoncturel ou bien cela traduit-il un phénomène de plus " long terme " ? Les fonds de dette rencontrent-ils aujourd'hui davantage de succès que les fonds en capital ?

Angelika Schöchlin, Antin IP : Je ne vais pas dire que c'est un hasard mais ce n'est pas non plus une tendance. Si vous regardez de plus près ceux qui ont levé l'année dernière, il y a deux très grands fonds et un certain nombre d'autres fonds, dont Antin, de taille significative entre 3 et 4 milliards. Cela signifie qu'il n'y a pas vraiment de tendance conjoncturelle. J'ai plutôt l'impression que cela reste un marché attractif pour les investisseurs.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Je partage ce sentiment. Même si on n'a pas conclu de levée en 2017, les

messages qu'on reçoit au démarrage de notre nouvelle levée montrent un marché encore porteur.

Charles Abbey, KPMG : Je partage ces commentaires que je retrouve dans mes échanges avec les grands pays du réseau Infrastructure KPMG (UK, Australie, US).

Xavier Leloup, MDA : Vous êtes déjà à nouveau en levée ?

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : On commence en effet bientôt une levée pour le quatrième fonds.



Mathias Burghardt

- Membre du Comité Exécutif, Responsable d'Ardian Infrastructure
- Ardian investit dans les infrastructures essentielles : 9 milliards de dollars sous gestion, des bureaux à Paris, Londres, Milan, Luxembourg, Madrid et New York et plus de 30 investissements en Europe depuis 2005.
- Dernières opérations marquantes :
 - Investissement dans LBC tank terminals, stockage de produits chimiques et pétroliers
 - Investissement dans Ascendi, réseau autoroutier espagnol (VE : >4Mds€)
 - Investissement dans SolarPack, centrales photovoltaïques au Pérou et Chili
- Un positionnement majoritairement brownfield, notamment dans le transport, l'énergie, et les infrastructures de services publics mais aussi greenfield, avec une stratégie qui s'appuie sur des partenariats avec des industriels tels qu'Abertis, Vinci, Suez ou Enel.

Xavier Leloup, MDA : Quel est l'objectif ?

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : L'objectif annoncé est de 1,5 milliard d'euros.

Xavier Leloup, MDA : Pour le dépasser ?

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : On verra. En tout cas notre objectif est d' 1,5 milliard d'euros. Ce que l'on voit sur le terrain est une augmentation des allocations des LPs européens dans notre classe d'actifs. On constate également un intérêt marqué des investisseurs asiatiques et nord-américains qui augmentent également leurs allocations et regardent activement l'Europe. Après, je ne sais pas si les chiffres que vous

avez évoqué correspondent à la levée cumulée des fonds infrastructure au niveau mondiale. Si c'est le cas, je suppose que c'est probablement parce qu'il n'y a pas Brookfield et GIP dans

“Je ne suis pas convaincu du tout par une évolution inexorable de l'infrastructure via le private equity. Je pense même l'inverse. Ce n'est pas le même métier et ce sont des produits différents”

Mathias Burghardt

les chiffres. En tout cas, je pense que le marché reste très favorable. Cela se valide en regardant l'augmentation de la taille de fonds des gérants d'une levée à l'autre. Sauf accident majeur dans l'économie, on ne voit pas cette tendance s'arrêter entre la fin de cette année et l'année prochaine.

Sébastien Bourget, Quaero Capital : Je crois que je peux confirmer. C'est vrai que, nous, nous avons levé l'année dernière donc nous sommes un grand fonds, mais petit fonds quand même par sa taille.

Xavier Leloup, MDA : Combien avez-vous levé ?

Sébastien Bourget, Quaero Capital : Nous sommes parvenus à atteindre notre hard-cap de

250 millions d'euros en avril dernier après 18 mois de levée de fonds, et avons même atteint 275 millions durant l'été à travers un co-investissement de 25 millions d'euros. Il s'agissait de notre premier fonds. Nous avons dépassé notre objectif initial. Je crois que les fondamentaux expliquant l'intérêt des institutionnels pour la classe d'actifs sont pérennes. La réforme de Solvabilité II, vient de se mettre en place et commence à montrer ses effets, encourageant les investissements en infrastructure des assureurs. Nous en avons bénéficié. Les taux sont bas et les infrastructures donnent accès à de solides rendements. Les facteurs clés amenant les institutionnels à considérer les infrastructures voire même à renforcer leurs allocations sont donc bien présents et appelés à perdurer. Maintenant, les levées importantes effectuées ces derniers mois et années doivent être investies.

Xavier Leloup, MDA : Il faut que cela soit absorbé. Et s'il y avait des problèmes de déploiement ? Est-ce que cela fait partie des événements de nature à interrompre ce cercle vertueux ?

Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Du point de vue du gestionnaire de fonds d'infrastructure, le lancement d'un nouveau fonds ne peut généralement intervenir avant que le précédent millésime ne soit engagé à hauteur de 70%. Du point de vue de l'investisseur institutionnel, la capacité des gestionnaires de fonds à déployer est clairement un facteur de sélection. Ensuite, au-delà de la capacité de déploiement, une autre question légitime compte-tenu des levées de fonds importantes déjà effectuées et attendues pour l'avenir tient aux perspectives de sortie. C'est une question à laquelle, de plus en plus, le marché peut répondre, parce que les fonds de première génération sont en train de sortir ou sont sortis depuis quelques mois pour certains, venant clairement conforter la rationalité

de la classe d'actifs et de son cycle d'investissement.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Le déploiement a été en effet rapide pour notre fonds grâce à l'abondance d'opportunités. En tout

“Les infrastructures, ce sont des services essentiels pour la société. Il faut donc avoir une vision de ce qui se passe dans la société”

Angelika Schöchlin

cas, je pense qu'il n'y a pas eu de pénurie de transactions pour les trois fonds ici présents que je connaisse le mieux.

Xavier Leloup, MDA : Mathias, tu as fait ta grande levée de fonds de 2,6 milliards il y a peu de temps, puisque tout s'enchaîne...

Mathias Burghardt, Ardian : On a fini en 2015.

Xavier Leloup, MDA : À ce moment-là tu m'avais dit que le challenge était maintenant de déployer. Lors d'une table ronde en private equity récemment organisée par le Magazine des Affaires le président de l'AFIC expliquait qu'aux yeux de certains souscripteurs, les sociétés de gestion n'investissaient pas suffisamment rapidement les fonds qui leur étaient confiés. C'est le problème en ce moment. Est-ce la même chose en Infra ?

Mathias Burghardt, Ardian : C'est effectivement la sanction si on ne délivre pas. Nous avons levé le dernier fonds il y a un peu plus

de 2 ans. Là, on est à plus de 60 % d'investi, donc on est largement dans le rythme prévu. Je suis d'accord avec ce qui a été dit, c'est-à-dire que je ne vois pas de ralentissement. Tous les fonds de qualité qui lèvent atteignent leurs objectifs ou les dépassent, donc c'est un signe. Effectivement, il y a des séquençements qui font que des années sont plus fastes que d'autres parce qu'il y a plus d'offres. Ce que je confirme c'est que nos investisseurs nous demandent régulièrement où on en est pour lever le prochain fonds. Je ne vois pas du tout non plus de ralentissement aujourd'hui. Je pense que tout le monde n'y arrivera pas, car il y a une concentration quand même. Du coup, ceux qui n'arrivent pas à déployer finissent par avoir des difficultés à lever les prochains fonds. Pour l'instant ce qu'on sent c'est une concentration sur les fonds qui ont été les plus performants dans le passé.

Xavier Leloup, MDA : Les fonds de dette lèvent parallèlement des sommes importantes. Est-il envisageable qu'un fonds d'infra classique ait une équipe "fonds de dette", ou est-ce que c'est forcément via des alliances, des assureurs qui ont leur équipe "fonds de dette" ? Cela vous a-t-il traversé l'esprit chez Antin, chez Ardian, chez Quaero... ?

Mathias Burghardt, Ardian : On nous a posé la question. Cela ne peut pas être la même équipe. Je pense qu'un même gérant peut avoir plusieurs équipes, mais la même équipe peut difficilement faire les deux, parce qu'il y a des notions de conflit d'intérêt. On nous a déjà posé la question et on avait préféré passer notre tour parce que ce n'est pas le même métier. C'est même un métier qui est opposé par certains aspects. Mais cela peut se faire au sein d'un même gérant : Blackstone peut se permettre d'être en direct, en dette. Nous chez Ardian, on a une équipe qui fait du buyout et une autre qui fait de la dette. Ce sont des équipes totalement séparées, qui souvent ne sont même



Angelika Schöchlin

- Senior Partner 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 69 professionnels répartis en Paris, Londres et Luxembourg.
- Antin IP gère actuellement deux fonds pour un total de 7,4 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 d'une participation majoritaire dans Almoviva Santé, 5ème groupe hospitalier privé en France. Yves Journal, le fondateur du Groupe DomusVi, réinvestira aux côtés d'Antin via son véhicule d'investissement Sagesse Retraite Santé

-La levée de le troisième fonds, en atteignant son « hard cap » (objectif maximal) de 3,6 milliards d'euros. Cette troisième levée de fonds a été conclue en moins de cinq mois, ce qui en fait la plus importante et la plus rapide réalisée par Antin à ce jour

pas au même endroit géographique. Donc les deux sont possibles mais cela ne peut pas être la même équipe.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

La dette reste quand même un métier assez différent... Faire la démarche d'ajouter une stratégie dette, comme deuxième offre de produit pour un gérant equity, cela nécessite un changement de culture majeur. Déjà il faut mettre en place des chinese walls, si on croit à leur efficacité et surtout dans des petites structures. Il y a des conflits d'intérêt évidents qui se posent pour un gérant qui pourrait travailler sur les mêmes dossiers de deux côtés. On a déjà eu l'expérience de faire face à des concurrents qui nous proposaient

de la dette sur un dossier en sachant qu'ils étaient potentiellement intéressés à l'equity. On a toujours été réticent d'amorcer un dialogue approfondi dans un tel contexte. Voilà un exemple qui démontre que déjà le positionnement vis-à-vis du marché est difficile. Accessoirement, en vue du retour des banques dans le marché de la dette, de l'émergence des assureurs en tant que prêteurs en direct, pour qu'un manager puisse gagner sa vie en faisant de la dette, il faudrait assurer un très gros volume d'encours de manière à pouvoir justifier une pérennité économique pour un business model de fond dette. Nous, nous n'avons pas su trouver cet équilibre jusqu'aujourd'hui. On s'est déjà posé la question : est-ce que

une deuxième stratégie serait la dette infra ? La réponse jusqu'à maintenant a toujours été "non" et je ne vois pas cela changer à court terme.

Charles Abbey, KPMG : Nous avons vu des dossiers sur lesquels des équipes d'investissement très spécialisées et compétentes sur une classe d'actifs, tels que le renouvelable, on put convaincre leurs souscripteurs pour une stratégie dette en complément de la stratégie equity. En l'occurrence la spécialisation sectorielle était primordiale. Là où tu as raison, c'est que pour le fléchage des dossiers, et pour savoir si un dossier allait en equity ou en dette dès son instruction initiale, les souscripteurs ont posé des règles très précises pour

être sûrs qu'il n'y aurait pas de conflits d'intérêt et que le fond de dette ne serait pas "le parent pauvre" des fonds equity. Les stratégies devaient être très claires dès l'arrivée du dossier et le choix de fléchage définitif doit être fait dès le début, quand le dossier arrive. La pertinence de cette approche résidait dans la spécialisation et connaissance sectorielle particulière de l'équipe d'investissement.

Laurent Battoue, Watson Farley : L'exemple de la financiarisation du secteur des énergies renouvelables est ici très parlant. Les fonds de dette sont en effet de plus en plus présents dans ce secteur, à travers notamment des produits de type "green bonds" qui constituent désormais une source non négligeable de financement.

Sébastien Bourget, Quaero Capital : A contrario je pense que l'abondance de liquidités en dette est plutôt une opportunité pour l'investisseur en equity, dans le marché actuel, pour boucler des projets greenfield dans des conditions compétitives, pour refinancer des projets en portefeuille, ou même pour acquérir des projets. Au-delà de la question de la diversification, l'articulation entre un produit de dette et un produit d'equity n'est pas évidente.

Xavier Leloup, MDA : Il y a un conflit d'intérêt donc.

Sébastien Bourget, Quaero Capital : Effectivement. Ce double positionnement supposerait, lorsqu'une opportunité se présenterait, de disposer de règles objectives très claires l'orientant vers une solution de dette ou d'equity, à supposer que les deux soient disponibles, ce qui peut se révéler assez compliqué à appréhender. Plus fondamentalement, le fait qu'il y ait un volume de dette important dans le marché aujourd'hui, est clairement une opportunité pour l'investisseur en equity.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Je suis d'accord. Il y a un conflit d'intérêt intrinsèque sur une même transaction, parce que s'il y a une difficulté, on va forcément se retrouver autour d'une table avec l'equity d'un côté et la dette de l'autre. C'est clair qu'il n'y a pas de synergie autour d'une telle transaction, puisque c'est soit

“Il est impossible de se protéger contre un risque politique dans le cadre d'une concession qui est le métier des fonds d'infrastructure. S'il y a un risque politique vous devez le prendre, il n'y a pas d'autre choix”

Yves Lepage

l'un soit l'autre. Je souscris aussi à ce qu'a dit Athanasios. Nous travaillons beaucoup avec les fonds de dette et ce n'est pas simple non plus pour eux de trouver des economics : vu les conditions de marché aujourd'hui et les spreads, ce n'est pas facile de s'y retrouver. Je pense que le seul intérêt qu'il puisse y avoir c'est que ce sont in fine souvent les mêmes qui investissent dans les fonds de dette et les fonds equity. La plupart des institutionnels qui investissent dans l'equity infra sont aussi aujourd'hui intéressés par la dette. Pour revenir à la question: "Est-ce qu'il y a un intérêt pour la classe d'actifs ?" La réponse est : oui, c'est clair. Les allocations sont croissantes chez les investisseurs qui se retrouvent avec des liquidités croissantes à placer. Les flux de collecte des fonds de pension canadiens ou australiens, par exemple, sont énormes et chaque jour ils ont plus de fonds à placer. Cela

leur pose de vrais problèmes en termes d'investissement.

Xavier Leloup, MDA : Mécaniquement, est-ce qu'on n'augmente pas tout simplement le risque qu'il y ait un problème industriel en infrastructure à mesure que le temps passe ? Le LBO a eu sa vague de sociétés en difficulté. Certaines s'en sont remises. Pour d'autres il y a eu des paumes. En infrastructure, à quelques exceptions près c'est un peu moins vrai...

Mathias Burghardt, Ardian : J'ai assisté au comité des équipes de buyout et ils se plaignent aussi des prix. Je ne pense pas que la classe d'actifs infrastructures soit particulièrement exposée. C'est vrai dans l'immobilier, c'est vrai dans le buyout, c'est vrai dans les marchés cotées. Je ne pense pas qu'il y ait un problème spécifique "infra", au contraire. Si on regarde les indices d'augmentation des prix sur les différentes classes d'actifs, je ne pense pas que ce soit plus haut en infras qu'ailleurs, au contraire. Il y a plusieurs transactions de buyout avec de multiples typiques de l'infrastructure.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : C'est logique, compte tenu des conditions de taux. C'est même mécanique. Si la valeur de l'actif est définie par l'actualisation des flux, lorsque l'on baisse le taux d'actualisation, cela fait monter la valeur. Pour avoir vécu le milieu des années 2000, je trouve qu'il y a en effet beaucoup de pression sur les prix, mais que les structures de dette infra restent raisonnables.

Xavier Leloup, MDA : Les structures d'acquisition comportent-elles davantage de dette que par le passé ?

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Non. Si on se réfère au pic des années 2006-2007, les leviers sont aujourd'hui sensiblement inférieurs sur la dette infra. Sachant que structurellement, par définition, l'infra offre une



Yves Lepage

- Associé d'Orrick Rambaud Martel et Responsable adjoint du Groupe Énergie et Infrastructures au niveau mondial.
- Outre une expérience de plus de 30 ans en matière de PPP, projets d'infrastructures internationaux et mise en œuvre de projets dans le secteur de l'énergie, Yves Lepage dispose d'une expertise dans la privatisation et l'acquisitions de sociétés dont l'actif principal est constitué par des biens d'infrastructure.
- Parmi ses dossiers récents, on peut citer l'acquisition de Martifer Solar par Voltalia. Il conseille actuellement le Gouvernement de Serbie dans le cadre de la privatisation de l'aéroport Nicola Tesla (Belgrade). En Afrique, il conseille ENEO, la société d'électricité du Cameroun dans ses projets hydrauliques et solaires. De même, il a conseillé Golar dans le cadre de la négociation, d'un accord de consortium portant sur le développement et l'exploitation d'un terminal d'approvisionnement et de regazéification de gaz naturel liquéfié (GNL) en Côte d'Ivoire.
- Également, très présent sur le marché français, son équipe s'est notamment vu remettre le prix du Conseil juridique de l'année 2017 en Infrastructure Greenfield (en valeur) par le Magazine des Affaires.

visibilité forte. En termes de dette, ce que je peux déplorer en tant que banquier, c'est la faiblesse des spreads. Au bénéfice des emprunteurs. Les structures restant raisonnables, le risque, pour les acquéreurs en equity, se situe donc davantage sur le TRI. Je ne vois pas vraiment de risque de vague de défaillances fortes. Le marché reste raisonnable, en tout cas en termes de prise de risque sur les structures de financement.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Il y a très peu de dossiers aujourd'hui sur lesquels on voit des sponsors mettre des offres avec des structures de financement hyper agressives, en utilisant par exemple de la dette

mezzanine à deux niveaux comme dans les années 2000. Cela dit, j'ai en tête un cas, que je ne citerai pas, d'un dossier en particulier l'année dernière en France, où il y a eu une structure très agressive en dette... Bon, à cette exception près, les structures financières des transactions ne sont pas encore très tendues. Toutes ces augmentations de prix nous obligent simplement à travailler plus pour trouver de la valeur.

Xavier Leloup, MDA : C'est effectivement la question, que faut-il faire pour faire du rendement ?

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : On travaille plus, on cherche des actifs avec du potentiel de croissance

et de développement. On fait du vrai brownfield en achetant un actif existant pour ensuite le potentialiser davantage en investissant le cas échéant en capex d'expansion ou en croissance externe en faisant du build-up. Je pense à l'exemple de notre acquisition du portefeuille de LBC en France, Espagne et Portugal avec notre plateforme de terminaux de stockage pétrolier Alkion. L'equity story consiste à investir dans un secteur qui est assez stable, qui a quelques poches de croissance qu'on compte exploiter en faisant du capex de croissance et de mise en norme environnementale et d'augmenter le nombre des terminaux de la plateforme par acquisition. C'est de l'infra" classique avec des

cash flow assez prévisibles, avec des relations clients de très long terme, des perspectives de prix qui sont corrélées à l'inflation, et un business model qui a des fortes barrières à l'entrée... Mais on doit au passage faire du build up et un plan de capex important qu'on doit gérer et livrer en temps et en heure pour pouvoir réaliser nos objectifs de rendement. En même temps on utilise un levier financier qui est beaucoup plus faible que tout ce que l'on voit sur les LBO bien évidemment, mais aussi par rapport à ce qu'on voyait sur ce type d'actifs il y a 8 ou 9 ans.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Vous avez, en fait, deux grandes tendances. Il y a d'un côté des investisseurs dont un nombre croissant de fonds souverains, compagnies d'assurances et de fonds de pension, qui investissent en direct avec une approche plutôt passive, notamment dans des actifs dits "core infra" ou les rendements se trouvent aujourd'hui compressés.

Vous avez de l'autre côté des fonds avec une approche très active pour générer des rendements plus attractifs. Depuis la naissance d'Antin il y a dix ans, nous avons toujours eu cette même stratégie qui consiste à investir dans une société avec des caractéristiques infrastructures très fortes, un potentiel de création de valeur important et de la transformer en la faisant croître tout en la dérisquant. Cette stratégie dite à "valeur ajoutée" nécessite une équipe très expérimentée, avec une grande expertise et connaissance approfondie du secteur au moment de l'acquisition, et une approche très active de l'asset management.

Xavier Leloup, MDA : Dans ces cas, les fonds font-ils moins d'investissements ou bien s'attachent-ils au contraire à faire grandir leurs effectifs afin de mieux suivre leurs actifs ?

Angelika Schöchlin, Antin IP : Nous avons toujours poursuivi la

même stratégie. Pour nous ce n'est pas un changement. Pour obtenir des rendements attractifs, il faut beaucoup travailler et cela nécessite des équipes importantes. Nous avons très tôt investi pour attirer les meilleurs talents et nous

“Les frontières évoluent parce que le marché évolue. Chaque entité hérite de son historique, de sa trajectoire, des géographies considérées, et il est clair que les acteurs qui sont sur le marché depuis plus longtemps ont des réflexes qui ne sont pas les mêmes que les acteurs qui rentrent”

Sébastien Bourget

avons toujours eu plus de personnel que d'autres fonds comparables.

Charles Abbey, KPMG : On observe une importance accrue, aujourd'hui, portée sur l'existence et la qualité de l'équipe de management par rapport à ce que l'on voyait il y a quelques années. Beaucoup de nos clients, les fonds d'infrastructure, s'équipent aussi d'équipes d'asset management internes, qui ont pour objectif de suivre les participations, d'accompagner l'amélioration des performances et de promouvoir l'échange de best practice. C'est ce qu'on a observé dans le LBO il y a quelques années. Ces équipes d'asset management ont des stratégies axées sur l'idée de promouvoir les bonnes idées "cross actif" et, sujets d'actualité,

de voir comment la digitalisation et la technologie peuvent effectivement contribuer à créer de la valeur dans les sociétés en participation.

Xavier Leloup, MDA : L'effectif, chez Antin, c'est bien plus de 50 personnes ?

Angelika Schöchlin, Antin IP : Nous sommes presque 70 personnes aujourd'hui.

Xavier Leloup, MDA : Et vous, chez Ardian ?

Mathias Burghardt, Ardian : Chez nous c'est un peu différent : on est un acteur global, donc certaines ressources sont mutualisées, mais si on regarde les gens qui sont à l'année, full time, à l'infra, on doit être entre 40 et 50 à peu près.

Xavier Leloup, MDA : Et chez Quaero ?

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Il ne faut pas me poser cette question. Le principal c'est la qualité, ce n'est pas la quantité !

Sébastien Bourget, Quaero Capital : Nous sommes cinq et programmons encore au moins trois recrutements.

Xavier Leloup, MDA : Oui, et puis vous commencez.

Sébastien Bourget, Quaero Capital : Bien sûr, et puis nous lancerons vraisemblablement un nouveau fonds l'année prochaine.

Olivier Bénureau, MDA : Quel type de profil recrutez-vous ? Est-ce que c'est assez classique, de type ingénieurs, ou est-ce que vous allez chercher des profils peut-être plus "techno" ? Est-ce que les profils changent ?



Sébastien Bourget

➤ Managing partner de QUAERO CAPITAL, responsable de l'activité infrastructure, dotée de 275 millions d'euros d'actifs sous gestion à travers le FPCI QUAERO EUROPEAN INFRASTRUCTURE FUND ainsi qu'un FPCI de co-investissement dédié.

➤ Le FPCI QUAERO EUROPEAN INFRASTRUCTURE FUND finance en fonds propres des projets d'infrastructure sociales, de transport, de télécom, d'énergie ou encore des équipements publics ou privés. Il investit en Europe, où il cible des opérations de petite à moyenne dimension, développées en financement de projet.

➤ Le tour de table du FPCI QUAERO EUROPEAN INFRASTRUCTURE FUND fédère des investisseurs institutionnels européens de premier plan (compagnies d'assurance, caisses de retraites, fonds de fonds) ainsi que la Banque Européenne d'Investissement et le Fonds de Réserve pour les Retraites.

➤ QUAERO CAPITAL est une société indépendante de gestion de fonds agréée par l'AMF en France et par la FINMA en Suisse. QUAERO CAPITAL est présent à Genève, Zurich, Paris, Luxembourg et Londres.

➤ Avant de rejoindre QUAERO CAPITAL, Sébastien a notamment travaillé chez Edmond de Rothschild au sein du département Infrastructure, où il a conclu avec succès plusieurs transactions majeures en Europe.

Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Des profils maîtrisant parfaitement le cycle d'un PPP, avec une expertise forte en greenfield. Ce que tu indiquais à l'instant fait sens. La première génération de fonds infrastructure a souvent construit son succès sur le PPP, avec une part notable de greenfield. Cette stratégie était soutenue par le lancement d'une vague de projets à travers l'Europe. Ces fonds ont eu beaucoup de succès et sont rapidement passés au fonds 2 puis au fonds 3, avec à mesure de leur développement, des fonds de tailles croissantes, arrivant aujourd'hui à des fonds de 1

à 1,5 milliard. InfraVia, qui est une success-story sur la place en est ainsi à son quatrième fonds. Quand on a 1,5 milliard à investir, il n'est plus possible de considérer au cœur de sa stratégie des PPP, des universités pour y investir quelques millions par opération. Donc la stratégie se déplace vers ce qui peut ressembler à du private equity, et la chaîne de création de valeur se déplace également. Sur un greenfield PPP, la création de valeur se fait principalement à la mise en place de l'opération. La création de valeur sur une université se fait surtout à l'entrée. Pour une opération tendant

vers du private equity, la création de valeur se fait davantage sur la capacité à développer l'actif. Et donc les profils recherchés évoluent. Le gestionnaire cherche alors à valoriser la partie Asset Management, la capacité à développer les opérations, à créer de la valeur sur le portefeuille.

Olivier Bénureau, MDA : C'est donc la nature de l'actif qui commande.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Je te rejoins avec juste, de mon point de vue, une petite différence par rapport à ce que tu dis. On ne fait

pas du private equity. On continue à faire de l'infra. On a juste élargi notre horizon de secteurs et nos compétences. On a toujours la même vision sur l'importance de la protection du down side, parce qu'il ne faut pas oublier que c'est un point fondamental dans ce qu'on cherche dans cette classe d'actifs. On cherche toujours des actifs réels qui donnent une forte visibilité sur leur performance. Mais, pour arriver à nos rendements qui, pour la majorité d'entre nous, sont à 2 chiffres (en net ou en brut, peu importe), il faut travailler plus dans la phase "post-acquisition" pour développer le potentiel de nos actifs. Pour faire ce travail on investit dans nos équipes où on a construit une fonction "Asset Management". Cela ne veut pas dire qu'on ne faisait pas de l'Asset Management avant même si c'est vrai qu'historiquement les opérations étaient souvent très outsourcés à un opérateur et la construction à un constructeur. On a aujourd'hui développé des compétences en interne au niveau du gérant avec des personnes expérimentées qui font du contrôle et accompagnent dans le quotidien d'une participation les managers et au niveau des nos sociétés de portefeuille en investissant dans les bonnes équipes. Cela, on ne le faisait pas suffisamment avant. Mais le métier, dans ses principes fondamentaux, reste le même. On ne fait pas du retournement. On ne fait pas des stratégies sur lesquelles on va sortir du cash en faisant que du refinancement et on ne fait pas des sorties court-termistes.

Mathias Burghardt, Ardian : Je suis assez d'accord avec ce que tu dis, avec quelques nuances. Je ne suis pas convaincu du tout par une évolution inexorable de l'infrastructure vers le private equity. Je pense même l'inverse. Je pense que ce n'est pas le même métier et que ce sont des produits différents. Cela ne veut pas dire que ce soit de meilleurs deals. Ce n'est pas forcément moins risqué d'investir dans un aéroport ou dans un pipeline. On

voit que l'infrastructure a évolué. Dans les infrastructures il y a 20 ans ou 30 ans, on considérait que le management n'était pas un élément d'attention prioritaire. Si on avait un bon pipeline, un bon aéroport bien placé, c'était suffisant. On se rend compte que ce n'est plus le cas : premièrement parce

“On cherche toujours des actifs réels qui donnent une forte visibilité sur leur performance. Mais pour arriver à nos rendements, il faut travailler plus dans la phase “post-acquisition” pour développer le potentiel de nos actifs.”

Athanasios Zoulovits

que les réglementations changent, et qu'il faut donc avoir des managers qui anticipent ces changements et deuxièmement parce qu'il y a des évolutions technologiques qui font que les situations de monopole se délitent. Par exemple, pour la SNCF, qui est un bon exemple de monopole en France et peut-être dans le monde, il y a surtout la concurrence de l'application "BlaBlaCar".

Xavier Leloup, MDA : Et maintenant il y a même les bus.

Mathias Burghardt, Ardian : Il y a les bus Macron. Donc, on voit qu'on a besoin de managements visionnaires...

Xavier Leloup, MDA : ou de bons avocats !

Mathias Burghardt, Ardian : Je pense que c'est un raisonnement un peu

simple de penser qu'il y aurait une évolution inexorable, que pour trouver de nouveaux rendements il faudrait forcément investir dans des sociétés qui ne sont plus de l'infra. Je pense que ce n'est pas vrai. Aux États-Unis il y a des pipelines, il y a des gazoducs. Pour moi ce sont des infrastructures, indiscutablement.

Xavier Leloup, MDA : Parlons de fonction d'Asset Managers. Je me souviens, Mathias, que tu m'as souvent dit que ta stratégie était de faire des partenariats industriels.

Mathias Burghardt, Ardian : Oui.

Xavier Leloup, MDA : Cela veut dire que quand un fonds fait un partenariat industriel dans une acquisition, il s'appuie (première hypothèse) sur les ressources opérationnelles de son partenaire industriel pour gérer le quotidien...

Mathias Burghardt, Ardian : Oui et non.

Xavier Leloup, MDA : ... ou bien au contraire, deuxième hypothèse, il y va seul en tant que fonds ou avec d'autres fonds. Ou même, configuration inverse, je suis avec des institutionnels en étant la seule société de gestion, donc du coup je suis plus proche de l'actif que mes partenaires, et c'est moi avec mes ressources internes qui suis "le pilote dans l'avion". C'est ma question...

Mathias Burghardt, Ardian : L'industriel ne raisonne pas comme le financier. Je peux le dire parce qu'on a fait beaucoup de partenariats avec des industriels. Il faut être capable d'avoir non seulement un apport et valeur-ajoutée sur les aspects financiers, mais aussi sur les aspects "exploitation". Sinon, à terme, le partenariat se déséquilibre. Ce n'est pas parce que l'on est avec des industriels que l'on peut dire : "Toi tu t'occupes de la construction, de la maintenance,



Athanasios Zoulovits

- Athanasios Zoulovits is an Investment Director at InfraVia Capital Partners, responsible for the origination, structuring and execution of proprietary transactions in the European infrastructure space.
- Prior to joining InfraVia in 2013, Athanasios worked at Société Générale CIB and Access Capital Partners where he accumulated significant experience in real asset principal investing and investment banking across the EMEA region.
- He is a Director of Venice Airport Group SAVE (IT), Next Generation Data (UK) and Alkion Terminals (NL). Athanasios graduated from AΣOEE (Athens, GR) and holds an MSc (Dist.) from Cass Business School (London, UK).

moi ce n'est pas mon sujet. Moi je m'occupe du refinancement." Cela ne fonctionne pas, parce que, premièrement, l'industriel va aussi regarder le refinancement. Il a toujours des équipes de financement, et parfois plus étendues que les nôtres. Deuxièmement, on ne peut pas se désintéresser des aspects construction ou maintenance. Nous par exemple on a pris un senior operating partner qui est spécialiste de tout ce qui est construction et exploitation, etc. Il ne fait que cela. Il ne connaît rien en finance. Il ne fait que régler les problèmes d'usine, la réception, l'exploitation, la maintenance, etc.

Laurent Battoue, Watson Farley : Nous faisons exactement la même observation lorsqu'il s'agit de structurer de tels partenariats, à tel point qu'il n'est pas rare de voir le partenaire industriel

investi du rôle de leader sur les aspects financement/refinancement tandis que le partenaire investisseur entre dans le détail de la gestion opérationnelle des actifs.

Xavier Leloup, MDA : Le profil de vos deals, aujourd'hui, c'est de continuer à faire des partenariats industriels ? Ou maintenant que vous avez une connaissance forte des secteurs, vous faites davantage de partenariats avec des institutionnels ?

Mathias Burghardt, Ardian : Les deux. Il y a des moments où c'est plutôt avec les industriels, parce qu'historiquement ils ont une présence et qu'il arrive souvent qu'ils vendent des actifs. Mais il faut être capable de gérer ces actifs. C'est ce que les sociétés recherchent quand elles nous vendent

des actifs, qu'elles utilisent souvent elles-mêmes et qui ont une sensibilité stratégique particulière. Par exemple on a racheté récemment 100% d'un réseau d'autoroutes au Portugal, Ascendi. La valeur d'entreprise est de plus de 4 milliards d'euros. Mais on va continuer à travailler avec Vinci, avec Abertis lorsque c'est possible.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Je voudrais revenir sur le sujet parce que je pense que c'est quelque chose de très sous-estimé. On ne peut pas simplement dire: "Voilà, c'est un monopole" car cela peut vite devenir un problème. Si vous partez du principe que les gens viennent chez vous quoi qu'il arrive, qu'il n'est donc pas nécessaire de trop s'épuiser, vous n'allez créer que très peu de valeur. Prenez l'exemple d'un aéroport aujourd'hui, plus de la moitié de la

profitabilité vient du retail. Si vous voulez bien gérer un aéroport, vous ne pouvez pas vous contenter d'être là et de collecter un rendement. Si vous voulez vraiment créer de la valeur et générer un retour sur investissement intéressant, il vous faut un management expérimenté, avec une expérience du retail capable de réfléchir sur les possibilités d'extension de cet aéroport. C'est un métier très entrepreneurial. C'est vrai pour la majorité des actifs "infrastructure". Si je prends l'exemple de FPS Towers, quand nous avons pris le contrôle de cette société, celle-ci ne travaillait qu'avec Bouygues Telecom et se trouvait titulaire de 2160 contrats conclus indépendamment avec chacun des propriétaires de terrains sur lesquels étaient installés ses tours. Nous avons donc commencé par les "détourer" pour faire migrer l'ensemble des contrats dans une structure commune. Nous avons ensuite recruté un nouveau dirigeant de tout premier plan, Frédéric Zimer, et mis en place un plan d'incitation du management. En quatre ans, FPS Tower a renégocié ses baux, gagné de nouveaux clients (Free/SFR), conclu de nouveaux contrats avec la société d'autoroute APRR et racheté de nouveaux droits d'hébergement à RTE, se créant ainsi un nouveau marché potentiel de 4000 à 5000 pylônes supplémentaires.

Le travail accompli a ainsi permis à la société d'identifier de nouveaux gisements de revenus, ce qui a fait tripler son EBITDA en 4 ans tout en créant 80 emplois qualifiés.

Xavier Leloup, MDA : Tu disais, Mathias, que tu penses qu'il n'y a pas besoin d'aller sur autre chose que de l'infra pour faire du rendement. InfraVia semble avoir évolué vers une stratégie de type private equity. À l'inverse, Ardian, vous faites de nouvelles géographies, directement ou indirectement, puisque vous avez investi en Amérique du Sud dans des actifs solaires, et que vous avez investi dans une société (LBC Terminal) qui a des actifs principalement en

Amérique du Nord.

Mathias Burghardt, Ardian : Oui, leur activité est au deux tiers aux États-Unis.

“Nous allons être confrontés de façon croissante à du risque merchant sur les infrastructures. Structurellement, notre industrie sous-jacente se modifie et le risque change”

Emmanuel Gillet-Lagarde

Xavier Leloup, MDA : Donc indirectement vous avez changé de géographie. Antin, vous, vous avez toujours fait la même chose : vous avez toujours été à la frontière.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Sauf que la frontière bouge...

Xavier Leloup, MDA : Oui, exactement.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Je ne suis pas d'accord avec vous, Xavier, sur le fait que l'on fasse du private equity. InfraVia comme d'autres gérants dans cette classe d'actifs a pris plus de maturité. Les équipes des gérants on grandit et ont gagné en expérience. Ils ont aujourd'hui les compétences de gérer des actifs ou le management va faire la différence sur la gestion de l'actif. Vous l'évoquiez tout à l'heure. C'est vrai que lorsqu'on investit sur les maisons de retraite, c'est primordial d'avoir un management team qui par exemple sait gérer les opérations de soins du quotidien pour ne pas à avoir des problèmes de qualité. On ne va plus chercher à outsourcer les opérations de la même façon qu'on le

faisait sur nos investissements au PPP.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Vous avez toujours besoin d'un management de qualité. C'est absolument fondamental.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Exactement!

Mathias Burghardt, Ardian : Quelle est la différence entre une équipe de private equity qui investit dans des maisons de retraite et une équipe d'infrastructure qui investit dans des maisons de retraite ?

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : La thèse d'investissement est différente, ne serait-ce que par notre capacité à se projeter dans le long terme et à mettre à disposition des managers de l'equity pour développer l'actif avec des fonds propres plutôt qu'avec 100 % de la dette. Mais aussi par notre capacité à extraire notre rendement total en combinant un retour sur investissement naturel stable et solide par des dividendes récurrents ainsi qu'une plus-value à la sortie, plutôt que tout miser sur une sortie au bout de 3 ans en collant trois ou quatre maisons de retraite de plus sur un plateforme pour gonfler l'EBITDA et habiller la mariée en vue de la revente. Dans les fondamentaux, une maison de retraite est un actif d'infrastructure qui sert un besoin essentiel de la société, notamment dans un contexte de forte demande des services de grande dépendance lié au vieillissement de la population. Le rendement est inexorablement lié à la qualité et la localisation de l'actif en termes de zone de chalandise, comme pour tous les actifs d'infrastructure. Pour toutes ces raisons les fonds d'infrastructure arrivent dans des situations qu'on ne voyait pas auparavant. Mais cela ne veut pas dire qu'ils ont changé de métier. Cela veut dire qu'ils ont pris de la confiance pour pouvoir voir des actifs qui n'ont pas forcément contractualisé à 100 % leur chiffre d'affaires...



Emmanuel Gillet-Lagarde

➤ Emmanuel Gillet-Lagarde est responsable mondial des Financements d'infrastructures et de projets (GIP, Global Infrastructure & Projects) de Natixis, avec plus de 22 ans d'expérience dans ce domaine.

➤ Le département est dédié au conseil et à la structuration de financements de projets d'infrastructures. Natixis est un acteur reconnu depuis plus de 25 ans et se positionne parmi les 10 premiers arrangeurs mondiaux, forte d'un maillage international de 10 bureaux. La banque couvre quatre grands secteurs : infrastructures sociales et de transport, énergies conventionnelles et renouvelables, télécommunications, ressources naturelles.

➤ Avant de prendre la responsabilité mondiale du département en juillet 2016, Emmanuel en était le responsable Europe depuis 2013, après avoir occupé des postes seniors dans les bureaux de Natixis à Sydney, Hong Kong et Paris depuis 2005.

Xavier Leloup, MDA : Il n'y a pas une contrepartie publique ?

Mathias Burghardt, Ardian : Je pense que les gens confondent, entre "risque" et "infrastructure". Un actif infrastructure peut être aussi risqué, parfois. Un pipeline peut ne pas être contractualisé à 100 %, avoir du risque merchant, mais cela reste de l'infrastructure.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Je ne suis pas d'accord, parce que d'une certaine façon l'infrastructure est d'abord une typologie de risque avant d'être une classe d'actifs. J'irais même plus loin en disant que certains actifs présentés comme infrastructure n'ont pas forcément un typologie de risque « infra ». Prenons l'exemple d'un aéroport dont l'Ebitda ne dépend que d'une ou deux compagnies aériennes low cost.

Si l'une de ces compagnies décide de s'installer dans un autre aéroport comme cela s'est vu dans le passé, c'est une partie significative de votre Ebitda qui disparaît et qui sera très difficile à remplacer. En investissant dans cet aéroport, vous ne prenez pas un risque « infra ».

Mathias Burghardt, Ardian : C'est autre chose. Par exemple aux États-Unis, la classe d'actifs infrastructure "énergie" est très risquée. Les investisseurs le savent. En Europe la stratégie est moins risqué avec un rendement courant parce que les investisseurs en infrastructure le souhaitent.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Aux États-Unis, ce sont historiquement des fonds "énergie" qui investissent dans l'énergie, ce ne sont pas des fonds

"infrastructure". Si vous prenez un risque "merchant", vous n'êtes pas forcément un fonds "infrastructure", vous êtes un fonds "énergie", avec un rendement plus élevé que les fonds "infrastructure".

Mathias Burghardt, Ardian : C'est vrai que certains gérants nord-américains ont des fonds globaux qui s'appellent "infrastructure" mais qui font de l'énergie aux États-Unis avec un niveau de risque élevée.

Xavier Leloup, MDA : Oui, il y a des fonds d'infra qui font de l'énergie.

Mathias Burghardt, Ardian : Le fond du débat c'est que tout le monde ne met pas la même chose derrière les mêmes activités. Finalement on est en train d'évoluer vers un vocable où la notion d'"infrastructure" n'est

plus une réalité physique, c'est une notion financière avec certaines caractéristiques. Je pense qu'il y a vraiment une distinction de vocable à faire sur la notion d'infrastructure.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

Pour l'instant on investit tous ici présents dans des actifs réels quand même... Il y a toujours ce socle, la base de notre thèse d'investissement reste un actif réel. On n'est pas en train de baptiser la propriété intellectuelle en 'infra comme on le ferait sur un label de musique.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis :

Nous avons été confrontés à cette problématique lors de la privatisation des registres des hypothèques, en Australie. Seuls les fonds "infra" se sont positionnés, parce que la privatisation prenait la forme d'une concession et qu'il s'agit d'un monopole, deux caractéristiques des actifs infra. C'est effectivement ce que l'on entend souvent par "infra like", sauf que, in fine, les revenus sont liés au marché immobilier, ce qui n'est pas notre métier. Surtout il n'y a pas d'actifs physiques, c'est complètement dématérialisé. Donc cela ne rentre pas dans nos "cases" infrastructure.

Mathias Burghardt, Ardian : Ce serait quoi tes "cases d'infrastructures" ?

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : C'est un avantage et un inconvénient mais l'activité bancaire est aujourd'hui très fortement régulée. Nous avons des politiques internes, avec des méthodologies qui ont été validées par le régulateur. Nous ne pouvons pas sortir de ce cadre, même si je comprends d'où viennent les investisseurs. Les caractéristiques en termes de cash-flows sont celles que l'on souhaite retrouver dans l'infrastructure. Nous avons financé beaucoup de maisons de retraite, il y a longtemps, pour les mêmes raisons que celles qui poussent les investisseurs à s'y intéresser aujourd'hui. Mais

ces actifs n'entrent pas dans les définitions de l'infrastructure et les caractéristiques qui doivent figurer dans les financements d'infrastructures pour entrer dans le cadre de ce que le régulateur valide comme financement d'infrastructures. En revanche, effectivement, une autoroute greenfield constitue une infrastructure de ce point

“Les équipes d'asset management de nos clients fonds d'infrastructure ont des stratégies axées sur l'idée de promouvoir les bonnes idées "cross actif" et, sujets d'actualité, de voir comment la digitalisation et la technologie peuvent contribuer à créer de la valeur dans les sociétés en participation”

Charles Abbey

de vue. En termes de risques, nous ne le finançons pas. Cela ne rentre pas dans notre politique de risque. Mais il est vrai que c'est une infrastructure.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

D'ailleurs aujourd'hui on ne fait plus trop d'autoroutes... En tout cas je trouve que le débat "Est-ce que c'est de l'infra ? Est-ce que ce n'est pas de l'infra ?" est un faux débat. Parce que, dans chaque cas, il est évident que la réponse est très différent en fonction de l'approche de chaque comité d'investissement. Pour reprendre le point d'Emmanuel, il y a des prêteurs qui se disent : "Quand j'ai un actif réel avec un business qui a des fortes

barrières à l'entrée, que j'ai une forte visibilité sur les cash flows, que j'ai une demande qui surpasse l'offre, et que je soutiens une conviction autour d'une tendance macro positive pour l'actif -accessoirement, je considère que développer ces convictions fait partie de raisons pour lesquels nous sommes payés par nos investisseurs-, cela rentre dans leur cases d'infrastructure". Cela, tant qu'on parle d'un actif réel qui a l'utilité de fournir un service essentiel. Je donne un autre exemple, jusqu'à aujourd'hui, nous n'avons pas fait du leasing opérationnel. S'il y a un actif amovible avec un contrat sur lequel on a un risque de valeur résiduelle très fort, pour nous la présence d'un contrat n'est pas suffisante pour le rendre de l'infra. Il faut accepter que pour chacun c'est différent. Donc je ne vais pas dire que les concurrents, pour la plupart que j'ai en tête à Londres, qui investissent dans ce type des sociétés ou leurs prêteurs ne font pas de l'infra.

Mathias Burghardt, Ardian : On a une approche un peu différente et c'est pour cela que c'est bien, parce que les investisseurs ont le choix. Et cela ne veut pas dire que les performances des uns sont meilleures que les autres. C'est tout simplement que là-dessus on n'a pas tous la même définition.

Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Ce que tu indiquais tout à l'heure est très juste : les frontières bougent. Nous l'avons constaté avec la fibre, lorsque nous avons financé nos projets. Quand nous avons abordé les banques, certaines avaient une ligne de métier "télécom" envisageant ces opérations comme des transactions «télécom» alors analysées différemment d'opérations classiques d'infrastructure. Et puis d'autres banques ont décidé d'analyser la transaction sous leur ligne métier "infrastructure". Et il était finalement assez étonnant de constater que pour une même opération, la structure de financement proposée par les banques qui avaient une ligne de métier "télécom" n'avait absolument rien à voir



Charles Abbey

- Associé, Transaction Services KPMG, Infrastructure et Energie
- Avec plus de 15 années d'expérience sur les secteurs Infrastructure et Energie, Charles a récemment travaillé sur la prise de participation d'Ardian Infrastructure dans SPMR, la cession d'Engie E&P International à Neptune Energy Group, la prise de participation du Groupe Total dans Eren RE, ou encore l'acquisition de 50% de LBC Terminals par Infravia Capital Partners.
- L'équipe Transaction Services de KPMG en France est composée de 180 professionnels à Paris. Elle s'appuie sur les autres équipes Deal Advisory ainsi que de relais spécialisés au sein des équipes Advisory de KPMG France pour offrir une palette complète de services aux transactions.
- KPMG France, en lien avec son réseau international fort de plus de 3 000 professionnels dédiés aux infrastructures, assiste ses clients lors toutes les étapes des projets infrastructure : de la planification et la structuration de nouveaux projets, à la recherche de financement, au suivi de la construction, à l'assistance lors des due diligence d'acquisition, de cession ou de refinancement et à l'amélioration des opérations.

avec les banques qui l'analysaient avec leur ligne de métier "infrastructure". Donc un même actif, une concession de 30-35 ans, qui "coche" les cases d'un PPP traditionnel, n'était, pour certaines banques, pas perçu comme un "core infra", alors qu'il semblait l'être. Donc je pense que les frontières évoluent parce que le marché évolue. Chaque entité hérite aussi de son historique, de sa trajectoire, des géographies considérées, et il est clair que les acteurs qui sont sur le marché depuis plus longtemps ont des réflexes qui ne sont pas les mêmes que les acteurs qui rentrent.

Xavier Leloup, MDA : Ceux-là ont un œil neuf.

Mathias Burghardt, Ardian : Je trouve que ce qui est intéressant dans ce que tu viens de dire c'est que effectivement, en fonction des marchés, les choses n'ont pas la même réalité. Aux États-Unis, cela a été dit, l'énergie et l'infrastructure ce n'est pas la même chose. En Europe c'est la même chose ; ce sont les mêmes acteurs. Antin a fait du pipeline, comme nous. Simplement l'approche est différente. Notre analyse c'est qu'il y a mérite à faire aux États-Unis de l'infra comme on le fait en Europe, c'est-à-dire avec un facteur

de risque et de return qui n'est pas le même. Aux États-Unis le métier de l'énergie, qui représente 80 % de transactions infrastructure, il est de type "private equity" au sens "très risqué", voire même souvent plus risqué que le private equity. Mais on peut très bien investir dans des pipeline et des actifs de ce type-là de manière beaucoup moins risquée. Il suffit d'essayer de contractualiser, de renoncer un peu à l'upside éventuel. Ce sont des acteurs qui avaient un fort appétit pour le risque qui faisaient cela. Ils essayaient de maximiser le return. Je pense qu'il y a une vérité physique et des gens qui ont une approche différente. On ne

peut pas avoir la même expertise pour investir et gérer des aéroports ou pour faire de la loterie. Il faut des gens qui ont des compétences différentes. En revanche, on peut le traiter en termes de risk- return de manière différente.

Xavier Leloup, MDA : C'est ce qui explique que lorsque l'on vous demande, à tous, vos objectifs de yield et de TRI, le profil de risque, on s'aperçoit que dans la colonne "profil de risque" tout le monde n'a pas forcément le même langage : "value added", "core value added", "greenfield/brownfield", "ENR", "financement de projet"... Que signifient exactement aujourd'hui "core", "core +", "value added" ?... Ces éléments de langage sont-ils toujours valables, valides, adéquats ? Vos investisseurs vous posent-ils des questions là-dessus ?

Mathias Burghardt, Ardian : Ce sont des choses qui sont inventées par les consultants ou par les équipes de relations-investisseurs...

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : ou par la presse...

Xavier Leloup, MDA : Moi je n'ai rien inventé ! Au contraire, on est là pour préciser.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Je plaisante... Mais une différence existe toujours. Pour nous les acteurs du marché, on comprends bien que dans le core il s'agit d'investir dans un actif sur lequel presque tout est prévisible à l'avance, souvent 100 % régulé, sur lequel qu'on fasse beaucoup ou peu de travail, on sait qu'on va "atterrir" aujourd'hui entre 6 à 7 % de TRI. Il y a des fonds qui exercent ce métier, et qui le font bien. Il y a encore dans cette catégorie du core de plus en plus de fonds qui prennent des actifs que d'autres gérants ont déjà dérisqué, par exemple en passant de la phase greenfield en brownfield. Pour nous dans le value added nous

cherchons la prime dans la complexité, soit dans la transaction elle-même soit dans le travail sur l'actif. Par exemple, notre dernière acquisition de l'aéroport Venise, il s'agit d'un actif "archi core" sur lequel on doit travailler le non-aero pour gagner mieux notre vie. La partie "aero", elle, elle est régulée. Ce qui rend value add et nous a rendus plus compétitifs pour remporter l'affaire c'est la complexité d'exécution. Il y

“En France, le passage du Feed-in-Tariff au complément de rémunération et au contrat d'agrégation s'est bien passé et n'a pas remis en cause le financement des projets par dette bancaire”

Eric Villateau

avait une structure d'actionariat et en cadre transactionnel très complexe. Il fallait travailler pour simplifier tout ça : par exemple il fallait sortir la société de la cote en Bourse...

Xavier Leloup, MDA : C'est un actif coté ?

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : C'était un actif coté, oui.

Xavier Leloup, MDA : C'était un actif coté qui a été décoté.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Maintenant on a aussi du travail à faire, avec le management d'une société de 900 personnes, pour arriver au benchmark sur une partie non-aero. Donc, si on réussit à faire tout cela, on va sortir un rendement qui sera tout à fait dans notre cible et qui ne sera pas un rendement d'un actif core

comme si on investissait aujourd'hui par exemple dans Heathrow Airport au Royaume-Uni. Pour moi donc une différence existe toujours. Mais comme c'est une classe d'actifs qui est assez jeune le noms changent. On avait avant le "core plus". On le voit moins aujourd'hui par rapport à il y a deux ans. Maintenant je vois l'émergence de la définition "infra like", comme disait Emmanuel...

Xavier Leloup, MDA : Je ne connaissais même pas ce terme.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Je ne pense pas qu'il y ait beaucoup de gens qui disent qu'ils font de l'infra like.

Xavier Leloup, MDA : Donc c'est "comme de l'infra", littéralement. C'est de l'infra, cela ressemble à de l'infra, cela a la couleur de l'infra, mais ce n'est pas de l'infra.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Tous les acteurs du marché n'ont pas la même stratégie. Les différentes stratégies répondent aux objectifs de profil de risque et de rendement de chaque acteur. Aujourd'hui, beaucoup de segments de l'infra ne sont plus suivis chez Natixis parce que, de notre point de vue, ils ne créent pas de valeur. Chez Natixis, nous essayons de nous positionner, et comme je pense tous les gens autour de la table, sur la création de valeur et sur des transactions complexes. Dans le marché actuel, il n'y a pas de return sans risque ou sans complexité. Notre savoir-faire c'est de prendre du risque et de se faire rémunérer pour cela. Je comprends donc tout à fait la logique d'investir sur les actifs « infra like ». Mais, il y a eu une dérive dans les années 2005-2006. Certains acteurs du marché, qui ne sont d'ailleurs plus là aujourd'hui, ont poussé les limites de l'infra. Par exemple, nous nous sommes retrouvés à financer des points de contrôle technique pour automobiles en Espagne. L'argument était que



Eric Villateau

- Associé chez DLA Piper, en charge de la pratique Financement de Projets. A Paris, DLA Piper offre les services de plus de 170 avocats, dont 38 associés.
- Eric intervient sur des problématiques liées au financement de projets, y compris dans le cadre de PPP et DSP. Il conseille banques, fonds d'investissements et industriels, en particulier dans le secteur des infrastructures, des énergies renouvelables, et des transports. Eric travaille en étroite collaboration avec le département droit public. L'équipe intervient essentiellement en France et en Afrique francophone.
- Parmi les opérations récentes conseillées par Eric Villateau, on peut notamment citer :
 - Conseil de la Caisse des dépôts et consignations dans le cadre des projets THD Grand Est, Nord Pas de Calais, Alsace et Val d'Oise
 - Conseil de Valeco et Mirova Eurofideme 3 dans le cadre du financement d'un portefeuille de projets éoliens et solaires de 181 MW
 - Conseil de FMO pour le refinancement de la centrale solaire de 20 MW de GreenWish Partners au Sénégal
 - Conseil des prêteurs pour le financement d'une centrale thermique de 50MW en Afrique de l'Ouest

c'était régulé, obligatoire et donc que l'activité offrait la visibilité d'une activité infra monopolistique. Mais quand la régulation a changé, qu'il n'y a plus eu de contrôle technique, il n'est resté que des "garages". Et là on est venu nous dire : "Mais pourquoi a-t-on financé des garages, ce n'est pas de l'infra ?" Donc, si depuis, on a dû se doter au sein des banques de politiques internes très claires, les expliquer et les faire valider c'est aussi parce qu'il y a eu quelques dérives par le passé.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Et si vous aviez fait un Gassled ?

Mathias Burghardt, Ardian : Oui, c'est de l'infra, même si après cela a mal tourné.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Cela peut arriver. C'est du risque politique.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Oui mais si un seul risque peut faire tourner un modèle de 10 à 0, normalement on ne doit pas le faire. Peu importe si c'est du contrôle technique des voitures ou si c'est autre chose.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Prenons le cas des énergies renouvelables. Si, comme cela nous est arrivé en Espagne, un changement réglementaire non prévisible intervient, notre management ne viendra pas nous demander pourquoi nous sommes entrés dans ce type de

projet. Un changement réglementaire peut arriver. C'est un risque politique. Quand cela s'est produit en Espagne, c'était regrettable mais nous étions dans notre classe d'actifs et personne n'a remis en cause le fait d'avoir financé ces projets. En revanche, quand on s'est retrouvés avec des garages sur les bras, on s'est demandé pourquoi on était allé financer des garages. Je me permets de revenir sur les infra like. Il y a aujourd'hui une tendance à faire passer pour de l'infra des actifs qui n'en sont pas : quand on a un actif à vendre, si on le catégorise "infra", on va aller chercher potentiellement des investisseurs en equity avec des exigences de return plus faibles, des banques qui vont mettre des pricing plus serrés, et au final on en tirera

un meilleur prix. C'est une espèce de marketing des vendeurs d'actifs, et c'est là le risque.

Mathias Burghardt, Ardian : Je pense que tu as dit quelque chose qui est extrêmement vrai. L'actif qui n'est pas "infra" c'est celui pour lequel, quand cela se passe mal, les investisseurs vont dire que tu n'aurais jamais dû faire cela. Moi je me demande systématiquement ce que penseront les gens si on a un problème. Bien sûr on a tous une latitude. On peut faire des choses qui sont moins "infra" que d'autres, mais quand ce n'est pas vraiment de l'infra, il faut vraiment être sûr de son coup parce que les investisseurs seront intransigeants. Tant que l'on délivre ce que l'on dit, les investisseurs comprennent qu'il y a des cycles, qu'il y a des opérations qui se passent mieux que d'autres. C'est tout cela qui constitue un portefeuille : il faut juger l'ensemble. Mais il faut être d'autant plus prudent quand on s'écarte un peu de ce que l'on a dit. Encore une fois, on n'a pas tous la même définition et c'est assez transparent. Antin a toujours dit qu'ils allaient au-delà de l'infrastructure "core". Il faut rester cohérent avec ce qu'on a promis à l'origine. Si on a effectivement fait des renouvelables en Espagne et que cela s'est mal passé, mais que c'était dans des ratios de diversification qui étaient corrects, si c'est quelque chose d'imprévisible, c'est simplement une question de diversification.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Encore une fois, je pense que ce débat est compliqué à avoir. Je ne vois pas le risque que quelqu'un d'entre nous aurait fait des investissements exotiques comme les garages de contrôle technique. En tout cas je n'ai pas en tête un investissement pour lequel nos investisseurs pourraient dire qu'il ne serait pas cohérent avec nos stratégies.

Ce qui nous rend "intelligents" est de garder la discipline dans la flexibilité, c'est de trouver des actifs sur lesquels

le downside est protégée. Donc je ne suis pas tout à fait d'accord sur le fait que, dans notre métier, si on se prend une énorme pomme sur un actif core, nos investisseurs vont nous féliciter. Ils et vont de toute façon nous poser des questions. Notre meilleur protection est notre alignement avec la performance de notre portefeuille. On fait notre pricing par notre downside case, sur lequel on cherche à se rassurer

“Il n'est pas rare de voir le partenaire industriel investi du rôle de leader sur les aspects financement/refinancement tandis que le partenaire investisseur entre dans le détail de la gestion opérationnelle des actifs”

Laurent Battoue

qu'on ne va pas perdre du capital. On essaie de trouver des actifs qui n'ont pas un seul risque qui pourrait éliminer la totalité de la performance. Même si on a élargi notre horizon et nos compétences on reste toujours dans les principes d'investissement qui font la marque de fabrique de notre secteur. Après, je ne pense pas que quelqu'un me dira : "Tu as acheté un actif qui a complètement éliminé ton business case suite à un seul changement, mais bravo parce que c'était de l'Infra."

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Lorsqu'on acquiert ou finance un actif concessif, que l'on a en face de soi un Etat, on prend de toute manière un risque. Un risque politique.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Tu le prends mais tu te protèges par ton contrat....

Xavier Leloup, MDA : Justement, messieurs les avocats, parlons de risques réglementaires. Une décision très attendue vient d'être rendue au sujet du changement des tarifs énergétiques qui étaient pratiqués par l'Espagne il y a quelques années. Les investisseurs semblent avoir partiellement obtenu gain de cause. Que peut-on en retenir ?

Yves Lepage, Orrick RM : Cela fait environ 5 ans qu'on attend, et en attendant l'Espagne n'a toujours pas payé. Le risque réglementaire ou le risque politique en général est une constante dans ce genre d'opérations. Cela a été le cas en France avec Ecomouv'. Les investisseurs s'en sont certes bien sortis mais c'est aussi parce que c'était la France. Ils auraient pu s'en sortir beaucoup moins bien. Je ne suis pas certain qu'aujourd'hui s'il y avait une histoire équivalente ils s'en sortiraient aussi bien qu'à cette époque.

Mathias Burghardt, Ardian : Le contribuable s'en est sorti moins bien.

Yves Lepage, Orrick RM : Oui. Aujourd'hui, avec un pouvoir politique beaucoup plus fort, on va voir ce qui va se passer avec d'autres projets. Cela va être intéressant. Je pense qu'il est impossible de se protéger contre un risque politique dans le cadre d'une concession qui est le métier des fonds d'infrastructure. S'il y a un risque politique vous devez le prendre, il n'y a pas d'autre choix. Des protections par souscription d'assurances politiques existent, comme par exemple MIGA, mais ces protections sont très chères et évidemment peu adaptées au contexte européen.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Certes, mais en Europe de l'Ouest je n'ai pas l'impression que l'on ait énormément.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Ni en Espagne ou en Italie...



Laurent Battoue

- Laurent Battoue est associé au sein du bureau parisien de Watson Farley & Williams. Responsable du département droit public composé de 7 avocats, il dispose d'une expérience de plus de 10 ans en droit public des affaires, et tout particulièrement dans les domaines de l'énergie et des infrastructures.
- Il conseille notamment des acteurs publics ou privés dans le cadre de la passation ou de l'exécution de contrats publics, de montages contractuels complexes et de partenariats public-privé institutionnels.
- Il dispose par ailleurs d'une expertise reconnue dans le secteur de l'énergie et tout particulièrement celui des énergies renouvelables (éolien terrestre, éolien en mer, énergies marines, photovoltaïque, biomasse, cogénération, hydroélectricité, réseaux de chaleur). Dans ce secteur, il conseille notamment des développeurs, des groupes industriels, des fonds d'investissement et des banques dans des opérations d'acquisition, de financement ou de refinancement.
- Il intervient également sur des sujets prospectifs tels que la mobilité électrique et les nouveaux schémas de valorisation de l'électricité (« corporate PPA », agrégation, garanties de capacité et garanties d'origine).

Mathias Burghardt, Ardian : C'est notre métier de faire cela, d'anticiper. Par exemple on a vendu en Angleterre il y a très longtemps. Pour l'instant il ne s'est rien passé, on l'a donc peut-être vendu trop tôt. Mais c'est quand même notre métier d'anticiper, d'y aller, de ne pas y aller, de vendre, de voir en permanence le régulateur... C'est pour cela que nous pensons qu'il faut être présent sur place. On a des gens sur place, pour que l'on puisse aller dialoguer, sentir le vent... S'il y a un risque, c'est comme le risque macro, le PIB, la croissance : cela fait partie des risques que l'on doit évaluer et gérer. Gérer cela peut vouloir dire vendre par moment.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Les actifs infra encourent relativement tous un risque commun : le risque politique. Ces actifs portent sur des services essentiels qui sont d'une manière ou d'une autre, réglementés. La réglementation étant soumise aux décisions d'une autorité publique, le risque politique est intrinsèque à notre métier.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Oui mais il y a quand même une question de niveau de risque. Il y a des activités qui sont très exposées, surtout celles dites "core". Il y en a d'autres, évidemment, qui sont moins exposées.

Eric Villateau, DLA Piper : C'est à la fois un critère de l'infra d'être régulé, et un risque aussi parce que la réglementation vient du politique et qu'elle peut changer. Mais en effet, comme il a été dit, en Europe, si cela se passe mal, on sait qu'à un horizon plus ou moins long on aura un système juridique, voire judiciaire ou administratif, qui viendra créer une indemnisation.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Je rejoins Angelika sur le fait que quand on est dans le core infra ce risque y est souvent très présent... Cela dépend des situations. Normalement, le cadre contractuel doit nous protéger. Si



l'État résilie une concession, là, l'État va payer une indemnisation prévu dans notre contrat de concession. C'est différent pour un changement de régulation sur un actif régulé.

Yves Lepage, Orrick RM : Il y a deux risques politiques. Il y a un risque politique qui est un changement de législation, un changement de régulation. Cela, effectivement, on peut le couvrir dans les différents contrats de concession – ce qu'on fait tous. Et puis ensuite vous avez le risque politique qu'on peut qualifier de "catastrophique". Celui-là, vous l'assumez et c'est comme cela. Et vous n'arriverez jamais à le couvrir.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Certes. C'est un risque inhérent du métier d'investisseur, peu importe la classe d'actifs et où on investit.

Yves Lepage, Orrick RM : Oui mais c'est quand même très spécifique à l'infra. À la fin des fins, vous êtes entièrement dépendant du pouvoir politique.

Mathias Burghardt, Ardian : Une infra, normalement c'est un actif physique. On ne peut pas l'enlever. On ne peut pas dire : "L'autoroute de Normandie, je vais la mettre en Suède parce que le trafic est meilleur". On

est quand même un peu "scotché" et cela fait partie de notre métier. Il faut avoir des gens capables de l'évaluer, de l'anticiper et in fine, il faut le prendre.

Laurent Battoue, Watson Farley : L'appréciation du risque réglementaire crée aussi une hiérarchie assez claire des géographies d'investissement qui passe par une évaluation du risque et la définition de stratégies d'investissement très précises.

Yves Lepage, Orrick RM : C'est vrai et pas vrai à la fois parce que ce n'est pas si simple que cela. Par exemple en Grèce, en définitive, il n'y a pas eu vraiment de problème pour les concessionnaires, qui se sont arrangés. Cela ne s'est pas si mal passé que cela, alors que tout le monde pensait que cela allait être une catastrophe.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Je n'ai pas l'habitude d'entendre des compliments pour la Grèce ! C'est parfait.

Laurent Battoue, Watson Farley : Je pense qu'il faut dans cette approche du risque bien distinguer les aspects de nature politique, liés à la situation spécifique d'un État et qui peuvent en effet interroger la stabilité de relations contractuelles en cours, du risque réglementaire lié aux caractéristiques

et aux évolutions du système normatif d'un État.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Nous avons rencontré des difficultés sur des projets, mais on ne va pas perdre sur la dette infra, là où les investisseurs qui avaient de la dette souveraine ont eu des haircuts très significatifs. Au final même dans des cas un peu extrêmes comme la situation de la Grèce, l'infra a fait la preuve de sa résilience.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Je suis d'accord mais le risque politique est quelque chose qui, même dans le contexte européen, existe. Ce n'est pas forcément la même chose que le risque réglementaire. Mais je rejoins ce que Mathias a dit tout à l'heure, cela fait partie de notre métier d'analyser si le risque politique est accru. Sans forcément citer les pays, on s'est pas mal baladé en Europe de l'Est ces dernières années. On a vu des opportunités qui en première vue paraissaient formidables. On a failli investir et finalement, en deux ou trois occasions, on s'est désisté à cause du risque politique. Aujourd'hui, on voit, a posteriori qu'on a eu raison. Pour moi cet analyse fait partie de notre métier. Il faut comprendre l'environnement politique et recruter des managers qui savent gérer et anticiper en amont des changements poste acquisition



en développant un dialogue étroit avec les régulateurs et parfois avec les politiques.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Je dirais que, sur certains actifs, la qualité de la gestion dépend de cela. Pour des actifs régulés par exemple, comme des pipelines ou même des aéroports, la qualité du dialogue avec le régulateur est primordiale.

Yves Lepage, Orrick RM : Vous avez parfaitement raison. La négociation avec les autorités gouvernementales est l'atout majeur des fonds expérimentés et ce qui rend l'actif intéressant.

Laurent Battoue, Watson Farley : Cela est d'autant plus vrai dans des contextes où le risque réglementaire résulte d'un défaut de stabilité et/ou de clarté de la norme. On est ainsi confronté au quotidien, en phase d'investissement ou en gestion d'actifs, à des situations où le dialogue avec les autorités de régulation devient fondamental pour circonscrire ou prévenir le risque réglementaire. Il arrive néanmoins, dans certaines circonstances, que ce travail avec le régulateur n'éclaire pas vraiment l'investisseur ou le gestionnaire de l'actif.

Xavier Leloup, MDA : Le régulateur sait-il toujours de quoi il parle ?

Laurent Battoue, Watson Farley : Je n'irai pas jusque-là, mais il y a des situations très problématiques dans lesquelles nous ne disposons pas de visibilité sur l'interprétation de la règle. Ce phénomène a naturellement tendance à s'accroître avec la multiplication des millefeuilles législatifs et réglementaires pour lesquels il n'est pas rare d'identifier de réelles incohérences ainsi qu'à la suite d'évolutions de textes parfois trop rapides, pas assez mûries. A titre d'exemple, nous pouvons voir des services instructeurs, au niveau local, exprimer une position et orienter en conséquence le développement d'un projet puis, six mois plus tard, le ministère donner finalement une interprétation contraire. Dans ces circonstances, un projet "prêt à construire", devient finalement un projet pour lequel le risque de développement n'est pas levé dans la mesure où il manque finalement un permis qu'on ne pourra bien souvent obtenir qu'après plusieurs mois de process avec les autorités locales. C'est quand même un élément assez significatif de ce que peut représenter le risque réglementaire. On parle beaucoup de la simplification et de la stabilité de la règle mais, à mon sens,

un travail de rationalisation serait aussi très important. Quand on rentre dans le détail des règles, et qu'on veut optimiser le développement et l'exploitation d'actifs régulés, cela peut constituer une vraie difficulté.

Xavier Leloup, MDA : Justement, avec la phase de transition énergétique, il y a une transition tarifaire pour toute l'Europe. On abandonne les tarifs totalement subventionnés pour arriver à un système tarifs complétés. Cette transition réglementaire se passe-t-elle bien ?

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Passer d'un feed-in tarif à un CfD, ou contract for difference, n'entraîne pas fondamentalement de grande différence car, en définitive, le prix de vente de la production est en substance garanti. En revanche, les frontières évoluent. Comme le renouvelable commence à se rapprocher du grid parity, on a de plus en plus de risques merchant dans les deals. Quand il fallait que les tarifs soient extrêmement élevés pour que les projets soient solvables, il n'y avait pas d'exposition au risque de marché ou, si elle existait, elle ne portait que sur une portion minimale des revenus. Aux Pays-Bas, le tarif est de l'ordre de 54 € du mégawatt-heure, avec un floor à 30 €, ce qui est près du prix de

10,6 MDS \$

C'est le montant des sommes levées par les fonds d'Infrastructure au 3ème trimestre 2017

1,5 MD \$

C'est l'objectif de levée pour le véhicule de 4ème génération d'InfraVia

250 M €

C'est le montant atteint par Quaero Capital pour son fonds de 1ère génération en avril 2017

marché. Si le prix de marché tombe à 25 €, cela entraîne une perte de 5€, soit près de 10 % des revenus. L'exposition au risque de marché devient donc significative. Donc aujourd'hui, structurellement, le marché va évoluer vers plus de risques merchant en Europe parce que, technologiquement, les énergies renouvelables se sont rapprochées d'une compétitivité prix sur le marché. Plus généralement, on va être confronté de façon croissante à du risque merchant sur les infras. On parlait par exemple de la fibre



optique. Sur le plan des financements, on entend dire que c'est assimilable à du PPP. Cela ressemble effectivement à des PPP dans la mesure où ce sont des délégations de service public, à cette différence près qu'il n'y a pas de contrat garantissant les revenus au départ. A la fin cela ressemble plus à une concession d'autoroute greenfield dont les cash flows sont soumis à un risque de trafic. De même, en Australie les contrats de renouvelables sont courts, donc il y a toujours une exposition au risque de marché. Sur les infras de type oil & gas, il y a toujours eu des contrats mais basés sur les prix du marché. Structurellement, notre industrie sous-jacente se modifie, et le risque change.

Xavier Leloup, MDA : Sur l'énergie on est "risque/prix", tout simplement. C'est le "risque/prix" de marché.

Mathias Burghardt, Ardian : Il en a toujours été ainsi. Il y a des erreurs qu'on a commises, il y a celles qu'on n'a pas commises. On s'est toujours méfié de l'Espagne dans les renouvelables. Pourquoi ? Parce qu'on trouvait que leur système n'était pas pérenne. Ils avaient un déficit massif liée au secteur énergétique. On pensait vraiment qu'il allait y avoir un problème. On peut se dire qu'il n'y a pas de risque parce qu'il y a une régulation, ou qu'il n'y a pas de risque parce qu'on a un contrat. Mais

cela dépend du sous-jacent. Quand le mark-to-market est vraiment très négatif, il faut peut-être se demander si c'est tenable. Aux États-Unis il y a des catastrophes tous les 10 ou 15 ans dans l'énergie. Pourquoi ? Parce que, à un moment donné lorsque les PPA s'écartent du marché et il y a deux types de clients ou de contreparties : d'un côté ceux qui ne paient pas et qui nous invitent à les attaquer en procès, mais cela coûte cher, d'un autre côté ceux qui sont honnêtes, qui paient et qui finissent par aller au tapis. Donc en général cela finit mal. On est toujours obligé de regarder le sous-jacent. On est toujours obligé de savoir si cette réglementation est pérenne. Cela ne s'est pas encore vérifié mais on avait fait l'analyse qu'en Angleterre, le fait d'avoir 30 à 40 % de prime par rapport à la RAB nous paraissait intenable. Le régulateur va forcément penser à un moment qu'il ne fait pas son travail et se dire que si les transactions sont à 30 ou 40 % de prime, il va devoir baisser le WACC pour pouvoir m'aligner au marché...

Xavier Leloup, MDA : Qu'est-ce que le WACC ?

Mathias Burghardt, Ardian : Je fais référence au retour en capital qui est garanti par le régulateur sur la base d'un actif régulé, c'est-à-dire sur la valeur de l'entreprise. Donc les acheteurs payaient 30 à 40 % de plus



que ce que l'État reconnaissait comme valeur. Donc on se dit que ce n'est pas tenable, qu'ils vont ajuster, à un moment.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Le régulateur est là pour protéger les consommateurs aussi...

Yves Lepage, Orrick RM : En principe, il est surtout là pour protéger les consommateurs ! C'est même son rôle principal.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : On a même vu 50 % de prime par rapport à la RAB...

Yves Lepage, Orrick RM : Le risque politique en Espagne, c'est exactement cela. Tout le monde parle du risque politique en Espagne mais le fait est que c'est le sous-jacent qui ne fonctionnait pas.

Mathias Burghardt, Ardian : Oui, et à un moment le gouvernement allait forcément dire qu'il n'y arrivait plus. Nous avons eu aussi ce point en Italie même si les écarts étaient beaucoup plus faibles. Il a eu un changement de réglementation et on a perdu environ 1% de TRI sur ce qu'on avait. Mais c'était gérable.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Calculer le retour sur investissement

dans un scénario adverse fait partie de notre analyse. Si le "payer system" ne fonctionne pas, pour moi cela fait partie des risques que l'on doit normalement voir au départ. On ne fait pas des investissements en regardant seulement notre base case ou notre cible. On regarde aussi ce qui se passerait si cela devait mal tourner.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Quand c'est trop beau pour être vrai, ce n'est pas soutenable, il y a forcément un risque quelque part. En finance, there is no free lunch. En Espagne, ils avaient effectivement défini des tarifs sur la base du coût de construction mais, la technologie progressant très vite, les coûts ont baissé et les tarifs n'étaient plus en rapport avec ce qui était nécessaire pour que les projets restent profitables. Cela crée des rentes, or les rentes ne sont jamais durables, surtout quand elles sont aux dépens de l'intérêt général en période de crise.

Mathias Burghardt, Ardian : En déficit, combien avaient-ils ?

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : De l'ordre de 40 milliards. Les producteurs ne pouvaient pas justifier auprès du régulateur que le niveau des tarifs était nécessaire pour couvrir les coûts de production. En pratique, ils avaient réussi à construire les centrales photovoltaïques ou parcs éoliens à des

coûts sensiblement moins élevés que ce qui était prévu à l'origine et donc s'étaient constitués des rentes énormes. Dans le contexte de finances publiques sous pression, il était évident qu'il allait se passer quelque chose. Il faut quand même toujours se poser la question si cela fait sens. C'est même essentiel. Un contrat ne tiendra pas s'il n'a pas de sens pour un des co-contractants. À un moment donné, il sera remis en cause d'une manière ou d'une autre.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Que ce soit avec un État ou avec une contrepartie privée. Dans le métier du stockage des hydrocarbures, quand on voit que notre client ne tourne pas son produit et qu'il nous paie cher, on se pose la question s'il peut tenir...

Angelika Schöchlin, Antin IP : Les subventions dans les renouvelables, c'est quand même une question de fond. L'idée d'une subvention c'est vraiment de soutenir la croissance d'un marché que, politiquement, le gouvernement souhaite développer. Je pense notamment à l'énergie verte en Europe. Aujourd'hui, les coûts de production ont été significativement réduits et les subventions n'ont ou n'auront bientôt plus de sens.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : C'est justement pour cela que le "feed-in tarif" a évolué vers un



peut sur ce sujet citer l'exemple de l'Allemagne sur l'éolien offshore avec des appels d'offres récents sans subventions. En comparaison, pour les projets éoliens offshore français qui ont été attribués il y a plusieurs années avec certains niveaux de rémunération et dont la construction n'a toujours pas démarré en raison notamment de contentieux, on peut désormais avoir une réelle interrogation sur le niveau initial de compensation, notamment si l'on prend par ailleurs en compte les évolutions technologiques.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : C'est ce qui s'est passé en Belgique.

CfD. D'ailleurs, l'environnement est aujourd'hui beaucoup plus sain et sûr en Europe. Des guidances claires ont été émises par l'Union européenne. Les appels d'offre sont obligatoires, donc, par définition, le tarif est le meilleur possible. Il doit juste permettre de rentabiliser les investissements nécessaires. De plus, en procédant par appels d'offres, on maîtrise les volumes. Le problème qui s'est posé en Espagne, c'est qu'un tarif a été fixé et que toutes les personnes qui respectaient les règles d'attribution du tarif ont obtenu le tarif. Tout le monde a pensé que c'était une aubaine et qu'il fallait y aller. Il s'en est suivi des volumes complètement incontrôlés, avec des tarifs qui étaient injustifiés par rapport à ce qui était nécessaire pour la solvabilité du projet. La situation est assainie aujourd'hui. Le dernier appel d'offres pour l'éolien offshore en Allemagne a d'ailleurs été gagné sans subventions.

Laurent Battoue, Watson Farley :

Vous avez raison, c'est bien cela le sujet. Ce n'est pas le principe de la subvention, parce qu'on est encore dans un régime transitoire en la matière, avec toujours un soutien financier. C'est le niveau de la subvention qu'il faut donc regarder. Et ces mécanismes s'apprécient bien évidemment par rapport au prix du marché. On



Quand le régulateur belge a vu ce qui s'était passé de l'autre côté de la frontière, il a souhaité revoir les tarifs de projets en cours de développement. Aux Pays-Bas ils sont à 54 € du mégawatt-heure. Donc le régulateur belge a renégocié à quelque chose comme 150 € du mégawatt-heure. À l'origine, le fort niveau de subventionnement était justifié. C'était un choix politique, ou plutôt une vision politique, qui a porté ses fruits. Il faut créer des économies d'échelle, des filières, c'est-à-dire des développements technologiques. Il y a 10 ans c'était certainement justifié de donner des subventions à 300 € du mégawatt-heure. Aujourd'hui on peut le faire quasiment à grid parity. Nous,

nous sommes par exemple actifs dans le Golfe. Dans le Golfe, ils sont à 20 dollars du mégawatt-heure sur du PV. Les énergies renouvelables sont plus compétitives que le gaz ou le pétrole.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

Pour moi, c'est plus sain aujourd'hui qu'on se base sur le grid parity plutôt qu'exclusivement sur des subventions généreuses...

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis :

C'est plus sain mais à l'origine il fallait bien se donner les moyens des choix politiques que l'on avait pris. Le choix de l'Europe, c'était la transition énergétique. Il fallait démarrer, générer du volume pour faire baisser les coûts. Prenons le cas de l'éolien offshore, qui va démarrer aux États-Unis ou à Taïwan. Ce sont des filières européennes, parce que la technologie a été développée en Europe. On manque parfois de vision en Europe mais là, on l'a eue. On a été à la pointe de la transition énergétique, et derrière il y a tout une économie.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Par rapport au solaire c'est plutôt en Chine aujourd'hui.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

On ne peut pas tout avoir.



Angelika Schöchlin, Antin IP : Je reviens sur un commentaire qui a été fait tout à l'heure. Dans le monde du renouvelable à partir du moment où vous avez atteint la parité réseau, vous n'avez plus besoin d'avoir un feed-in tarif. Dans la vie réelle, avec des prix de marché, c'est une classe d'actifs...

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

... qui ne sera pas de l'infra.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Ce n'est plus de l'infra. C'est passé d'un modèle "infra" à quelque chose qui n'est plus de l'infra.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

Oui, de la même façon que les turbines à gaz en pure risque du prix wholesale d'électricité ne sont pas de l'infra non plus.

Mathias Burghardt, Ardian : Est-ce que c'était moins risqué quand c'était régulé ? Je ne pense pas.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

Quand on faisait l'analyse de la payer system, on voyait que les subventions étaient bien financées, c'était moins risqué.

Mathias Burghardt, Ardian : On a financé des panneaux solaires dans le désert d'Atacama au Chili pour l'un des plus grands opérateurs miniers au monde. C'est impossible de faire quelque chose de plus efficient que de mettre des panneaux solaires dans le désert de l'Atacama. C'est l'un des endroits au monde où il y a le moins d'humidité et c'est en altitude, donc c'est frais. Pour les panneaux solaires il faut avoir des basses températures avec beaucoup d'irradiation. Cela fait du sens. On a regardé où en était le prix du cuivre, pour vérifier que le prix payé pour l'électricité par l'opérateur minier était tenable à long terme.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

De la même façon, on n'a pas fait de centrales à gaz sans PPA qui vendent



l'électricité au prix du réseau. En ligne avec notre objectif de rendement relativement prévisible, je pense qu'on n'est pas censés prendre un fort risque lié au prix de l'électricité.

Eric Villateau, DLA Piper : C'est différent. Il y a cette prévisibilité sur le PPA corporate à 12, 15 ou 20 ans, mais pas sur le prix de marché.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Absolument, là je suis d'accord. C'est différent

Eric Villateau, DLA Piper : En France, on peut observer que le passage du Feed-in-Tariff au complément de rémunération et au contrat d'agrégation s'est bien passé et n'a pas remis en cause le financement des projets par dette bancaire. On n'a pas des contrats d'agrégation qui ont des durées de 15 ou 20 ans. Et pourtant cela s'est financé et se finance très bien. Le passage s'est très bien fait. Il y a la question des prix négatifs qui est ouverte bien sûr, mais c'est traité dans les projets.

Mathias Burghardt, Ardian : Ce n'est pas parce qu'on a un contrat à 15 ans qu'il ne faut pas regarder où est le prix de marché. À un moment donné la compagnie minière va se demander si la mine elle-même gagne de l'argent au prix du cuivre, et quel est le prix du

cuivre. C'est ce prix du cuivre qui va faire qu'elle va continuer à produire. Je pense qu'il faut un contrat. C'est beaucoup mieux, c'est prévisible, cela évite les up and down, mais il faut toujours garder en vue ce qui est derrière la logique.

Yves Lepage, Orrick RM : En général, quand on construit une centrale électrique de cette importance à 400 ou 500 M€... il est rare qu'il n'y ait pas un PPA de l'autre côté.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis :

Il y a des utilities qui peuvent le faire mais on aura effectivement du mal à le financer en standalone. Ou alors il te faut une très bonne banque !

Xavier Leloup, MDA : Les télécoms semblent constituer le gisement greenfield qui marche le mieux aujourd'hui en France, voire le seul... chez Quaero vous y avez signé deux transactions majeures : "Alsace" puis "Grand Est".

Sébastien Bourget, Quaero Capital : Oui.

Xavier Leloup, MDA : Eric, vous étiez ensemble côté CDC.

Eric Villateau, DLA Piper : Oui, absolument. Nous étions sur ces deux projets et sommes aussi intervenus sur



d'autres THD, en particulier pour la CDC, comme le Nord Pas de Calais par exemple.

Xavier Leloup, MDA : On avait parlé à des financiers qui n'étaient pas de Natixis. Il arrive que Natixis en laisse un peu pour les autres, parfois.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Oui, cela nous arrive de perdre aussi.

Xavier Leloup, MDA : Oui, justement, c'est hybride. Y-a-t-il un risque technologique ? Pas vraiment. Construction ? Pas vraiment. Qu'en est-il exactement ? S'agit-il de la capacité à commercialiser la fibre optique à des clients qui sont sur l'ADSL dans des zones rurales - d'où des réseaux d'initiative publique ? Comment appréhendez-vous le risque ? Pourquoi y êtes-vous allés ?

Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Je pense que le principal risque sur ces dossiers, c'est le rythme de montée en charge de la commercialisation. La question c'est : à quel moment les grands opérateurs vont-ils venir acheter de la capacité ? Pour le reste, contrairement à ce qui peut prévaloir

habituellement dans les télécoms, il n'y a pas véritablement de risque technologique ou d'obsolescence dans la fibre optique. La fibre c'est un actif qui a une durée de vie très longue. Ce qui nous a également plu en termes de risque sur la partie construction, c'est qu'à la différence des infrastructures plus traditionnelles, nous n'avons pas ici de problématique de permis de construire, ni d'impact environnemental durant la construction. Comparativement, je me souviens du cas du contrat de partenariat pour le GSM-R, où l'emplacement de chaque tour pouvait être un véritable facteur de complexité, y compris du point de vue de la gestion



dynamique des recours en cours de construction. Ici, la fibre optique correspond à une infrastructure télécom qui, premièrement, fait l'objet d'une très forte attente dans les territoires. Donc, quand on s'interroge sur la rationalité du sous-jacent, cet élément est très fort dans la décision d'investissement. C'est un actif qui fait consensus et c'est rare.

Une infrastructure de ce type en zone rurale répond à un besoin très fort. En termes de construction il y a un gros travail d'organisation parce que c'est une infrastructure capillaire, mais le risque "construction" est quand

même relativement faible pour une infrastructure de cette ampleur.

Eric Villateau, DLA Piper : Tu t'affranchis en quelque sorte du risque de permis et de recours sur le permis de construire. S'il n'est pas possible de passer à tel endroit, alors le trajet est redimensionné, redessiné, la fibre passe juste à côté et tu as contourné le problème relativement facilement, par opposition à ce que l'on peut connaître sur les projets bâtimentaires en particulier, où évidemment la question du permis de construire est centrale.

Xavier Leloup, MDA : Donc le risque "construction" est assez faible.

Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Oui, l'impact environnemental également. Il est très faible voire inexistant puisqu'on réutilise en grande partie des réseaux existants. La composante "génie civil" est donc limitée, en tous les cas dans les territoires dans lesquels nous sommes impliqués. Ce sont vraiment plusieurs critères qui sont stimulants en termes de risques de construction. Le risque de ces actifs est davantage commercial, même si nous avons une conviction très forte sur le long terme, car nous assistons à une révolution numérique entraînant un besoin croissant de



consommation de données. L'apport de la fibre optique est tel, en particulier dans les zones rurales où bien souvent la qualité de la couverture Internet est mauvaise, que la valeur ajoutée est très importante. Ces projets présentent une rationalité très forte dans une logique d'aménagement du territoire fortement soutenue par les pouvoirs publics.

Xavier Leloup, MDA : A quelle échelle de temps les grands opérateurs viendront-ils ?

Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Rapidement, il est clé pour eux de défendre leurs parts de marché. La fibre optique est également un support pour la commercialisation de nouveaux services, contribuant à accroître les revenus moyens par abonné.

Xavier Leloup, MDA : Est-ce que cela dépend de la capacité des opérateurs à faire ce travail de commercialisation ?

Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Aujourd'hui, dans un réseau de fibre ouvert comme le sont les réseaux d'initiative publique, nos clients sont les opérateurs télécoms, par exemple, nous venons de signer avec Bouygues



Télécom. Les grands opérateurs viennent acheter des prises pour ensuite les commercialiser aux usagers finaux, leurs clients. Des opérateurs alternatifs comme Wibox sont également très actifs. Nous pouvons également citer Vialis, très présent dans l'Est de la France, l'un des premiers opérateurs à avoir rejoint notre projet en Alsace.

Xavier Leloup, MDA : Avec un changement tarifaire pour le consommateur ?

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis :

Aujourd'hui, Orange commercialise la fibre au même prix que l'ADSL.



Xavier Leloup, MDA : Oui, en zone dense. Mais est-ce que ce sera la même chose ailleurs ?

Sébastien Bourget, Quaero Capital : Oui, c'est pareil.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

Ce serait très difficile de commercialiser avec des tarifs très différents. L'État risque de le prendre moyennement.

Xavier Leloup, MDA : C'est un deal que les consommateurs ne peuvent pas refuser, si on vous dit que l'on vous offre mieux pour le même prix.



Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Effectivement, le consommateur final est le grand gagnant : le service est bien meilleur, pour un tarif d'accès équivalent, d'autant plus que dans les zones rurales, le consommateur final passe ainsi souvent d'une zone blanche avec un accès médiocre, à un accès au très haut débit. Par ailleurs les opérateurs télécoms eux-mêmes s'y retrouvent assez largement dans la mesure où la fibre leur permet de commercialiser une gamme élargie de services à leurs clients, et ainsi d'augmenter le revenu moyen par abonné.

Xavier Leloup, MDA : Est-ce cela l'intérêt pour les opérateurs ? Vous n'augmentez pas vos tarifs mais c'est une plate-forme pour des revenus supplémentaires.

Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Notamment, c'est l'un des arguments, en plus de la différenciation par la qualité de l'offre. Le secteur connaît une telle dynamique, avec un tel facteur d'accélération, que le déploiement du très haut débit permet l'émergence d'une nouvelle gamme de services. Nous n'en sommes qu'au début.



Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis :

Il me semble que chez Orange, l'année dernière, chaque abonné à la fibre rapportait 5 € de plus qu'un abonné ADSL. Mais aujourd'hui en Alsace par exemple on parle de zones où au moins 50 % de la population a moins de 8 Mega. A ce niveau de débit, on ne peut pas avoir la télévision haute définition, et la qualité de la connexion à internet est médiocre. Les opérateurs vont donc être obligés de migrer leur base de client vers ces réseaux de fibre. Si le consommateur veut regarder Netflix par exemple, il devra se diriger vers l'opérateur qui propose la fibre. Donc, de toute manière il va y avoir un effet d'entraînement car les opérateurs qui ne commercialisent pas la fibre vont perdre des parts de marché. Mais ce système ne fonctionne que si cette infrastructure reste une infrastructure mutualisée monopolistique, et c'est l'esprit à la base. Si des opérateurs commencent à construire en parallèle, comme SFR menace de le faire, cela remettrait le modèle en question. Mais je ne sais pas ce qui va se passer.

Xavier Leloup, MDA : Dans le monde du télécom, je crois qu'il y a beaucoup de postures....

Eric Villateau, DLA Piper : Est-ce que c'est une menace ou est-ce que c'est stratégique ? Est-ce que c'est plus global ? Mais c'est vrai que, alors que l'on fonctionne sur des réseaux

d'initiative publique et que tous les opérateurs se sont positionnés sur ce schéma-là depuis plusieurs années, arriver tout seul et dire : "Je vais déployer en zone rurale sur fonds propres"... c'est étonnant.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Dans le Fiber to the Home, je ne vois pas du tout cela venir.

Eric Villateau, DLA Piper : Est-ce que c'est un argument commercial pour avoir autre chose ailleurs ?

Un Sénateur a d'ailleurs indiqué qu'il allait déposer une proposition de loi qui vise à contrer ce type d'initiative privée de duplication, qui vient perturber les règles du jeu posées pour les réseaux d'initiative publique, règles qui permettent aujourd'hui le déploiement de RIP de seconde génération sur tout le territoire. On peut supposer que c'est donc probablement une stratégie plus large que de dire qu'ils vont financer cela sur fonds propres.

Sébastien Bourget, Quaero Capital : Au-delà de l'annonce, il est clair que le concessionnaire d'un réseau de fibre optique prend des engagements forts en termes d'exhaustivité du déploiement. De fait, sur ces réseaux, les quelques pour cent de prises les plus éloignées sont souvent les plus coûteuses à raccorder. Si elles sont à quelques centaines de mètres du cœur

d'un village, elles vont coûter plus cher que les autres prises qui y ont été raccordées. Or, le concessionnaire d'un réseau d'initiative publique prend l'engagement de les raccorder. Politiquement c'est un engagement qui compte beaucoup pour les collectivités locales. Il n'est pas question, au prétexte qu'un hameau se situerait à l'écart du cœur d'un village, qu'il soit délaissé par le concessionnaire, et ne soit pas raccorder au très haut débit. Aujourd'hui, les annonces d'opérateurs télécoms qui envisageraient de déployer leur propre réseau en zone rurale ne sont pas été assorties d'engagements contraignants. Ils affichent donc clairement leurs limites, l'opérateur ne s'exposant à aucune sanction s'il décide de ne pas raccorder les sites dont le raccordement serait le plus cher en mobilisant davantage de coûts d'investissement.

Xavier Leloup, MDA : Oui, c'est très encadré. Là, il y a eu de grosses annonces. Est-ce qu'il y a encore d'autres projets dans le courant d'affaires ?

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Toute la France va être couverte. C'est un outil d'aménagement du territoire. Aujourd'hui cet accès est essentiel, plus encore pour les PME. Aucune entreprise ne peut se développer sur un territoire si elle n'a pas une connexion "fibre" digne de ce nom. Sur un de nos projets, une prise présentait un coût de construction de 20 000 €. Quand on raccorde un particulier pour 20 000 €, il n'y aura pas de retour sur investissement, mais c'est essentiel pour une collectivité de fournir le même service à chacun de ses administrés. Globalement, à l'échelle du territoire, cela fait du sens économiquement. C'est de l'aménagement du territoire, c'est de la délégation de service public. Si l'infrastructure est disponible, il est évident que tout le monde sera sur la fibre dans 10 ans. Par conséquent, le succès économique du projet me semble inéluctable. La problématique

porte davantage sur le rythme de montée en charge.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Oui, tout dépend du rythme.

Xavier Leloup, MDA : Tout dépend de la vitesse.

Sébastien Bourget, Quaero Capital : Au-delà de la question du rythme de la montée en charge, il faut aussi prendre en compte la durée des conventions de concession, permettant d'en asseoir l'équilibre économique à long terme. Dans les infrastructures, la durée des contrats, souvent de plusieurs décennies, est donc un facteur de robustesse et de création de valeur.

Xavier Leloup, MDA : Ici le contrat est de combien, 30 ans ?

Sébastien Bourget, Quaero Capital : Cela dépend : 25, 30, 35 ans...

Xavier Leloup, MDA : C'est donc vraiment de la longue durée.

Après les télécom, et il y a un autre secteur où il n'y a pas eu une semaine depuis la rentrée où on n'a pas eu un communiqué sur un deal, c'est celui de la santé. Et il se trouve qu'il y a des investisseurs en infrastructure qui en font, comme Antin. Angelika, est-ce que vous pouvez nous en dire un peu plus ? Vous aviez investi dans INICEA, qui était sur les hôpitaux psychiatriques ?

Angelika Schöchlin, Antin IP : Oui, c'est cela.

Xavier Leloup, MDA : Donc on est dans les addictions notamment. Il y a tout ce potentiel : on parle de grandes tendances de fond, il y a beaucoup de nouvelles addictions qui se développent dans le monde, aux écrans notamment. Ce qui est assez impressionnant dans



Almaviva santé, c'est que vous avez un effectif, je crois, de 3 300 personnes. Est-ce bien cela ?

Angelika Schöchlin, Antin IP : Oui.

Xavier Leloup, MDA : Pour un actif infra, c'est une masse salariale assez importante. On est vraiment à la frontière du capital-investissement. J'imagine que sur cette opération, vous avez dû avoir des concurrents...

Angelika Schöchlin, Antin IP : Non, nous avons préempté la transaction. Les discussions étaient bilatérales. Nous avons beaucoup travaillé en amont avant de nous rapprocher du vendeur, ce qui rentre parfaitement dans notre stratégie. La première chose que nous regardons n'est pas le nombre d'employés mais les barrières à l'entrée. Si je reste sur la psychiatrie en France, il y a des barrières à l'entrée extrêmement fortes. C'est vrai pour la santé en général, mais en particulier pour "les infrastructures sociales". Il y a des autorisations qu'on ne peut pas répliquer. Il n'y a aucun intérêt à ouvrir de nouvelles cliniques en France, hors des déserts médicaux qui sont très peu peuplés. Sur les zones où nous sommes présents, les

Ils ont dit

► Yves Lepage

"La négociation avec les autorités gouvernementales est l'atout majeur des fonds expérimentés et ce qui rend l'actif intéressant".

► Laurent Battoue

"L'appréciation du risque réglementaire crée une hiérarchie assez claire des géographies d'investissement qui passe par une évaluation du risque et la définition de stratégies d'investissement très précises".

► Eric Villateau

"En Europe, si cela se passe mal, on sait qu'à un horizon plus ou moins long on aura un système juridique, voire judiciaire ou administratif, qui viendra créer une indemnisation".

► Mathias Burghardt

"Il y a quelques chose que les gens confondent entre "risque" et "infrastructure". Un actif infrastructure peut être aussi risqué, voire plus. Un pipeline peut ne pas être contractualisé à 100 %, avoir du risque merchant, mais cela reste de l'infrastructure".

► Emmanuel Gillet-Lagarde

"Il y a aujourd'hui une tendance à faire passer pour de l'infra des actifs que n'en sont pas. C'est une espèce de marketing des vendeurs d'actifs, et c'est là le risque."



risques de nouveaux entrants sont assez limités. Nous sommes plutôt dans une réflexion sur les grandes tendances qui apparaissent dans le monde, tels que l'explosion des Data sur les télécoms, le vieillissement de la société, ou encore la psychiatrie. Parce que vous savez qu'autour de vous il va y avoir une personne sur cinq qui aura besoin d'un suivi psychiatrique. Ce n'est pas un phénomène français, c'est un phénomène global.

Xavier Leloup, MDA : C'est lié au vieillissement aussi, à Alzheimer par exemple.

Angelika Schöchlin, Antin IP : C'est en partie lié au vieillissement, mais pas seulement. Les chiffres de burn-out sont par exemple en train d'exploser dans un monde où chacun doit être toujours disponible. C'est une notion qui va continuer à se développer. La demande est forte, en croissance, alors que l'offre de soins en France est extrêmement stable. Ce sont donc des institutions dont le taux d'occupation est très élevé.

Xavier Leloup, MDA : Il existe des données, des études sociologiques et statistiques que vous faites, j'imagine, qui sous-tendent l'investissement.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Oui. La santé mentale coûte au

gouvernement français aux alentours de 140 milliards d'euros par an. Il n'y a pas que les coûts directs, qui sont juste pour les soignants, aux alentours de 9 milliards d'euros. Les coûts indirects, c'est-à-dire les arrêts maladie et les absences liés à la maladie, sont énormes pour l'ensemble de la société. C'est un secteur qui va continuer à croître, avec des barrières à l'entrée très hautes. C'est dans un service absolument essentiel et fondamental pour toute la société.

Xavier Leloup, MDA : Allez-vous former une plate-forme de santé avec INICEA et Almaviva Santé ?

Angelika Schöchlin, Antin IP : Non...

Xavier Leloup, MDA : Le même individu peut avoir un accident de voiture, une opération chirurgicale... Vous couvrez tout le cycle de la vie...

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : On peut imaginer de créer une carte "Antin Platinum" !

Angelika Schöchlin, Antin IP : Les infrastructures, ce sont des services essentiels pour la société. Il faut donc avoir une vision de ce qui se passe dans la société.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Il y a aussi la tendance, pour ces groupes

privés, de venir à l'appui du secteur public pour assurer un service essentiel qui en Europe a été historiquement majoritairement fourni par les États. Il y a une complémentarité entre le privé et le public et un rôle fondamental pour le privé qui récupère du volume afin de désengorger les listes d'attente. Ce n'est pas un phénomène très français, mais dans d'autres pays en Europe les groupes de santé privés jouent un rôle primordial en partenariat avec l'Etat qui leur délègue un service public (dans les faits, pas dans un contrat). Après il faut faire attention malgré la hausse générale des volumes la tendance de prix varie selon le pays. Il faut également toujours regarder la qualité de l'actif sous-jacent et la pérennité du système de remboursement des soins. C'est le travail de chacun d'entre nous de retrouver où il est confortable de mettre son argent.

Xavier Leloup, MDA : On parlait d'Asset Manager. Gérer un actif comme un groupe d'hôpitaux c'est quand même des compétences différentes que de gérer des autoroutes ou des tours télécom...

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : On parle de "gérer" mais il faut se mettre en tête que personne d'entre nous ne gère le quotidien d'une société ou d'un hôpital. Il y a un management team qui fait cela. Aucun

Asset Manager ne fera le travail du CEO de l'autoroute, ou du CEO de l'aéroport, ou du CEO d'un hôpital. Il y a quand même une méthode de travail, une discipline, tout un *modus operandi* d'investisseur qu'on apporte à nos participations qui est multisectorielle. On ne doit pas forcément être spécialisé dans les opérations d'un métier pour bien gérer une participation en tant qu'actionnaire. Ce qu'on doit avoir c'est une bonne connaissance de notre secteur pour voir les tendances, les anticiper et adapter la stratégie. Les gérants de fonds investissent et augmentent leurs compétences là-dessus.

Yves Lepage, Orrick RM : Je suis entièrement d'accord. Même si l'actif ne va pas être géré directement par le fonds, il faut quand même le comprendre. Je pense que c'est également le même raisonnement pour les conseils. Il est difficile de conseiller un fonds sans bien comprendre l'actif.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Absolument, il s'agit du travail en amont que fait chaque manager. Il y a peut-être deux ou trois ans de travail et de recherche avant de commencer à investir dans un nouveau secteur. On ne découvre pas une opportunité sur un teaser.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Nous avons étudié les infrastructures sociales pendant 8 ans. Nous ne sommes pas arrivés tout d'un coup, prêts à acheter.

Xavier Leloup, MDA : Mais de fait c'est un peu votre marque de fabrique aujourd'hui.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Nous passons beaucoup de temps à analyser les grandes tendances macroéconomiques, avant de faire une analyse très détaillée de leurs impacts pays par pays. Il nous



arrive souvent de conclure qu'une activité est très intéressante dans un pays mais beaucoup moins dans un autre. Je prends l'exemple des EHPAD : le marché des EHPAD est extrêmement protégé en France puisqu'il y a très peu de nouvelles autorisations, alors qu'en Allemagne vous pouvez quasiment commencer immédiatement à construire et opérer votre EHPAD.

Mathias Burghardt, Ardian : Cela ne peut pas changer en France ?

Angelika Schöchlin, Antin IP : Nous avons cette situation en France depuis 2010. Après les crises de chaleur de l'été 2003, où tant de personnes âgées sont décédées chez elles parce qu'elles ne buvaient pas assez, le gouvernement français a beaucoup œuvré pour soutenir le modèle des EHPAD en France. Mais après 7 ans de croissance très importante, le gouvernement français a estimé que le « stock » était maintenant suffisamment important pour couvrir les besoins du pays et c'est devenu beaucoup plus compliqué de créer de nouveaux établissements.

Xavier Leloup, MDA : Quand vous parlez de "barrière à l'entrée", vous parlez de cela ?

Ils ont dit

► Athanasios Zoulovits

“Dans les fondamentaux, une maison de retraite est un actif d'infrastructure qui sert un besoin essentiel de la société, notamment dans un contexte de forte demande des services de grande dépendance lié au vieillissement de la population”.

► Charles Abbey

“Nous avons vu des dossiers sur lesquels des équipes d'investissement très spécialisées et compétentes sur une classe d'actifs, tels que le renouvelable, on pu convaincre leurs souscripteurs pour une stratégie dette en complément de la stratégie equity”.

► Angelika Schöchlin

“ L'infrastructure est d'abord une typologie de risque avant d'être une classe d'actifs. J'irais même plus loin en disant que certains actifs présentés comme infrastructure n'ont pas forcément un typologie de risque « infra »”.

► Sébastien Bourget

“Le principal risque des dossiers de fibre optique, c'est le rythme de montée en charge de la commercialisation. La question est : à quel moment les grands opérateurs vont-ils venir acheter de la capacité ? Pour le reste, contrairement à ce qui peut prévaloir habituellement dans les télécoms, il n'y a pas véritablement de risque technologique ou d'obsolescence”.



Angelika Schöchlin, Antin IP : C'est l'une des raisons pour lesquelles les grands opérateurs français sont prêts à aller à l'étranger.

Xavier Leloup, MDA : Le potentiel de croissance en France est limité parce qu'il y a des barrières à l'entrée. Du coup, plein feu sur l'international.

Angelika Schöchlin, Antin IP : Oui.

Xavier Leloup, MDA : Et qu'en est-il de la gestion de données ? On parle beaucoup d'e-santé. Cette révolution de la big data constitue-t-elle un axe de développement, une opportunité, ou un risque ?

Angelika Schöchlin, Antin IP : Je pense que dans la plupart des infrastructures, il faut se poser des questions. Regardez ce qui se passe dans le transport, dans la mobilité de la personne : la Mairie de Paris, par exemple, souhaite réduire de plus en plus le nombre de voitures. Vous avez beaucoup de gens très sophistiqués qui estiment que, d'ici 10 à 20 ans, 50 % des voitures rouleront sans chauffeur. Donc c'est un changement complet de modèle économique qui impacte tout ce qui est propriété de voiture, partage des infrastructures, parkings... Est-ce qu'on aura encore besoin des parkings, du coup ?

La même chose est un peu vraie pour la santé. Il y a tout un parcours du client qui n'est pas aujourd'hui nécessairement optimisé, en fonction des endroits. Avec des outils informatiques plus sophistiqués, cela peut complètement changer. Il y a par exemple au Japon des EHPAD où les mesures de poids se font dans les lits. Il y a plein de choses que l'on peut faire. Après il ne faut pas oublier que l'humain c'est de l'humain : on ne peut pas complètement remplacer des gens par des machines.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Dans la grande dépendance, surtout, il sera compliqué d'être complètement digitalisé, sachant qu'avec le vieillissement de la génération des baby boomers il y a un nombre conséquent de personnes âgées qui arrive dans les prochaines années...

Xavier Leloup, MDA : Et qu'ils ont besoin d'individus en face d'elles.

Yves Lepage, Orrick RM : Dans les transports, c'est une vraie révolution. Par exemple, les sociétés qui gèrent le transport de passagers par car sont déjà en train d'étudier les conséquences sociales résultant de l'apparition de bus autonomes, c'est-à-dire sans conducteur.

Mathias Burghardt, Ardian : Nos vies vont être bouleversées, quel que soit le secteur, je suis d'accord : les transports, les autoroutes, les aéroports... Cela ne veut pas dire que les business vont disparaître, cela veut juste dire qu'il faut s'adapter, qu'il faut changer le business model. Pour cela il faut un très bon management qui soit visionnaire.

Angelika Schöchlin, Antin IP : D'ailleurs c'est la même chose pour l'énergie. Il y a 20 ans vous aviez une centrale nucléaire qui produisait du base load. Aujourd'hui la croissance des énergies renouvelables introduit une fluctuation énorme en fonction de la disponibilité de la ressource (soleil, vent) vous avez donc besoin d'un réseau capable de gérer une production complètement volatile. C'est à mon avis l'enjeu majeur des investisseurs aujourd'hui : avoir une vision de tout ce qui se passe dans le domaine des infrastructures en fonction de l'évolution technologique.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Mais la digitalisation améliore aussi l'Asset Management dans de nombreuses sociétés. Par exemple dans les aéroports, d'avoir des données "real time" permet de mieux gérer le flux de passagers dans les terminaux pour potentialiser les surfaces commerciales. C'est donc aussi un outil pour optimiser et mieux rentabiliser les infrastructures. Ce n'est pas qu'une menace. Dans un monde qui évolue à une grande vitesse, notre métier est de passer du temps à étudier, dans chacun de nos secteurs, en amont mais aussi post acquisition et comprendre l'impacte des ruptures technologiques pour anticiper les changements, s'adapter et éventuellement si trop disruptifs accélérer la revente.

Xavier Leloup, MDA : Charles, tu penses que Paris peut devenir la nouvelle capitale européenne de l'infrastructure ou bien s'agit-il d'un doux rêve ?



Charles Abbey, KPMG : Grande question...

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Paris a tout pour réussir!

Charles Abbey, KPMG : Je pense qu'avec le Brexit, il y a peut-être une opportunité de récupérer plus de volume. En tout cas, suite à des discussions que j'ai pu avoir avec des fonds installés hors de France, je comprends que tout ne pourra plus passer et se passer à Londres. Cela crée des opportunités car les acteurs réfléchissent à ouvrir des bureaux ailleurs. Après il y aura de la concurrence avec Dublin, Francfort, Amsterdam... Mais je pense que nous avons quelques arguments.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Je pense que Paris a déjà une place très établie dans le marché des infrastructures. Je ne connais pas bien le secteur mais, vu de l'extérieur, j'ai l'impression que ce n'est pas pareil sur les LBO. Sur l'infra on a quand même plusieurs acteurs qui ont une réputation très confirmée au niveau Européen. Cela s'explique par l'histoire de la France, par la présence de l'écosystème des grands constructeurs et utilities, et par d'autres sociétés du CAC 40 qui sont très expérimentées dans le

développement des infrastructures. Aujourd'hui, est-ce que la réputation de Paris auprès des étrangers est telle que les gens se précipitent à venir ? Probablement pas. Autour de cette table, vous avez deux exemples d'étrangers qui sont arrivés à Paris avant le Brexit. Mais la réalité c'est qu'il n'y a pas encore un mouvement massif. Néanmoins, l'écosystème s'agrandit. Il y a de nouveaux acteurs...

Xavier Leloup, MDA : Il y a beaucoup de fonds de dette...

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Oui plusieurs catégories de nouveaux acteurs. D'un point de vue "écosystème" d'investisseurs, Paris est assez riche et cela aide pour amorcer des nouveaux acteurs. Il y a beaucoup d'épargne en France, qui se confie principalement à l'assurance vie, et les assureurs investissent beaucoup dans les fonds. Mais est-ce que Paris va pouvoir devenir la capitale de l'infrastructure finance ? Cela dépendra si Paris réussit à prendre plus de parts de marché dans la finance de manière générale. Je ne vois pas le business de Londres venir à grande échelle à Paris à court terme... En tout cas les fonds "infra" on a tous les outils qu'il nous faut à Paris pour couvrir très bien la totalité de l'Europe. Est-ce que d'autres gens vont venir ici

pour tenter faire la même chose ? Il y a quand même quelques barrières qui sont connues et que, pour l'instant, je ne les vois pas tomber.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis : Je ne sais pas si les intervenants viendront physiquement à Paris, mais il est clair que la place de Paris prend une importance croissante dans le domaine de l'infra. Les trois fonds qui étaient là aujourd'hui autour de cette table sont des fonds qui ont beaucoup de succès. Le succès appelle le succès. Pour chacun de ces fonds, les levées de fonds augmentent au fur et à mesure : le succès renforce la confiance. À chaque levée de fonds, l'univers des LPs qui investissent dans des fonds français s'accroît. C'est de ce point de vue-là que la place de Paris a de l'avenir. De la même manière, les grandes banques françaises sont traditionnellement parmi les leaders mondiaux du secteur. De nombreux fonds de dettes, également, se sont créés en France, parmi les fonds de dette les plus actifs et les plus successful en Europe. Il y a un écosystème. Mais je ne pense pas que les fonds basés à Paris se perçoivent comme "Français". Plutôt comme "Européens".

Xavier Leloup, MDA : Oui, mais avec un petit ADN particulier.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis :

La réalité c'est que les acteurs français réussissent.

Yves Lepage, Orrick RM : Ils réussissent à l'extérieur. Si on prend un fonds comme Meridiam, c'est un fonds qui est parti de France qui réussit très bien aux États-Unis.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis :

Si on prend les fonds "infra", chacun en plus ayant sa particularité : si on prend Meridiam, InfraVia...

Xavier Leloup, MDA : ... Ardian...

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis :

...Antin, Mirova. En fait, il y a beaucoup d'acteurs. Comme le disait Athanasios, il y avait historiquement un écosystème avec des grands utilities et des banques très importantes. Ce sont les mêmes personnes qui ont ensuite créé des fonds. Beaucoup de personnes, aujourd'hui dans les fonds, sont passées par les banques ou les utilities et ont favorisé le développement de la place de Paris. Après, c'est aussi au pouvoir politique de mettre cela en avant, de favoriser ce segment.

Xavier Leloup, MDA : Pour investir en Afrique, pour se projeter sur l'Afrique, est-ce que Paris est une bonne place ?

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

Paris est une bonne place pour investir partout. Paris n'est pas si loin de Londres; il n'y a aucune raison pour que Londres soit une meilleure place. Le principal avantage de Londres, pour être tout à fait clair, c'est l'anglais. Si on veut recruter des Sud-Américains ou des Nord-Américains, ou des nationalités de l'Est, c'est plus simple de le faire en leur proposant une vie en anglais qu'en français. Après, les pouvoirs politiques français font beaucoup de publicité à l'étranger sur les mesures destinées à attirer des gens de la finance. Ce sont des choses qui



n'existaient pas il y a peu. On en verra l'impact.

Xavier Leloup, MDA : Non, c'est tout nouveau, d'où ma question.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

Il faut reconnaître à l'État ce mérite. Quant à nous, les fonds infrastructure, nous travaillons souvent en anglais en interne. C'est dans notre intérêt que d'autres gens s'installent sur la place de Paris pour agrandir un écosystème qui est déjà assez important et qui a le potentiel de devenir peut-être une marque de fabrique pour la France.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis :

Pour moi, le vrai sujet, c'est que pour vivre à Paris il est préférable d'être francophone. Nous avons fait venir dans le passé des Américains et des Anglais qui ne parlaient pas français, et l'adaptation s'est avérée difficile. Même si sur le lieu de travail on peut vivre en anglais, il faut aussi vivre en dehors.

Xavier Leloup, MDA : Ils peuvent apprendre le français. Certains le font très bien !

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

Oui, mais tout le monde n'a pas cette volonté. Un Américain ...

Yves Lepage, Orrick RM : Il n'y a pas que Paris ou Londres. Vous oubliez tout le Moyen-Orient, avec Dubaï, Abu Dhabi, pour l'Afrique par exemple. Tous les gros fonds qui investissent sur l'Afrique ne sont pas forcément ni en France ni en Angleterre. Ils sont au Moyen-Orient, ils sont au Maroc, ils ne sont pas en Europe.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP :

On verra comment cela se jouera. Ce n'est pas encore le cas mais si un jour il y avait une masse critique de gens complètement décorrélés de la France et qui décidaient, pour des raisons lambda, de s'installer ici, le gens de l'infra suivraient aussi. Mais pour l'instant je ne vois pas des fonds américains venir faire à Paris leur seule implantation Européenne en remplaçant Londres.

Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Il est clair que les grands acteurs mondiaux n'ont pas d'impératif pour venir à Paris, mais a contrario il y a un écosystème français qui peut permettre l'émergence d'acteurs de référence dans le monde.

Xavier Leloup, MDA : C'est cela : à partir de Paris. Comme Quaero par exemple.

Sébastien Bourget, Quaero Capital :

Il y a une culture de l'infrastructure depuis plus d'un siècle en France, dans le financement de concessions par exemple. Il y a des constructeurs de référence. Les banques françaises comptent également parmi les plus actives en infrastructure.

Yves Lepage, Orrick RM : Regardez ce qui se passe aux États-Unis. Tous les grands leaders en infrastructures sont tous des Européens. Il y a très peu d'Américains.

Emmanuel Gillet-Lagarde, Natixis :

Mais regardez, quand Schroders est venu sur l'infra, il s'est implanté à Paris.

Xavier Leloup, MDA : C'est vrai, ils sont en train de se monter à Paris. Charles, tu voulais dire quelque chose ?

Charles Abbey, KPMG : Sur l'Afrique, pour la partie francophone en tout cas, si on compare à Londres, passer par la France pour investir c'est quand même plus simple.

Eric Villateau, DLA Piper : Les Américains passent par la France.

Charles Abbey, KPMG : Les Japonais passent par la France.

Eric Villateau, DLA Piper : Pour toute l'Afrique de l'Ouest et l'Afrique Centrale. C'est un passage assez compréhensible et naturel pour des investissements ou des financements dans des juridictions de droit civil pour lesquelles bon nombre de textes, notamment les Actes Uniformes OHADA, mais pas seulement, sont assez proches des textes de droit français.

Charles Abbey, KPMG : Pour toute la partie francophone.

Yves Lepage, Orrick RM : C'est exact, excepté que les fonds français installés en France qui y investissent sont peu



nombreux. Comparativement à Actis par exemple, c'est négligeable. Les gros fonds africains d'investissement sont encore à Londres ou en Afrique.

Xavier Leloup, MDA : Quelle est la taille de ce fonds ?

Yves Lepage, Orrick RM : 5 – 6 milliards sous gestion.

Yves Lepage, Orrick RM : Ils sont à Londres pour l'instant.

Charles Abbey, KPMG : Ils regardent de plus en plus le francophone. Ce sont des choses toutes simples : ils devaient aller à Abidjan, pour cela il fallait qu'ils repassent par Paris.

Yves Lepage, Orrick RM : Je suis d'accord qu'il est fort probable que, pour l'Afrique francophone, ils ouvrent des bureaux à Paris comme Macquarie a ouvert un bureau à Paris. Mais chez Macquarie ils sont quand même beaucoup plus nombreux à Londres qu'ils ne le sont à Paris. Ils ont quelques actifs en France.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : Je suis d'accord avec ce qu'Emmanuel a dit. Tout dépend de la capacité de Paris de devenir une destination de choix pour les gens qui n'ont pas de liens avec la francophonie.

Que les acteurs français deviennent des acteurs de renommée internationale, je pense que c'est déjà acquis. On constate des belles réussites pour les fonds établis, des premières levées...

Vue le positionnement des acteurs français cela va peut-être entraîner plus de gens, y compris des étrangers, sur la place de Paris. Mais tout dépend de ce qui va se passer sur les 3-4 prochaines années post Brexit: est-ce que, pour attirer le monde de la finance, Paris va réussir à devenir une ville davantage décorrélée de la Francophonie ? Il faudrait également investir dans les infrastructures. Il faut par exemple plus d'écoles anglaises.

Xavier Leloup, MDA : Il y a des écoles anglaises. Elles existent.

Athanasios Zoulovits, InfraVia CP : En effet la vie est plus simple aujourd'hui à Paris pour quelqu'un qui parle qu'anglais, comparativement à ce qui se passait il y a 10 ans.

Xavier Leloup, MDA : Merci à tous pour ces deux heures passionnantes de débat. ■