

Grand débat infrastructures

Paradoxalement, les gérants comme les investisseurs institutionnels ne sont pas particulièrement inquiets quant à l'évolution des flux de capitaux dans les fonds de dette et en capital spécialisés dans le financement des infrastructures. Cette classe d'actifs dont l'horizon est à très long terme affiche en effet, une certaine forme de résistance en cas de crise sur les marchés financiers. De plus, ces dernières années, elle s'est diversifiée en intégrant de nouveaux sous-jacents et des analyses extra-financières. Les fonds offrent ainsi maintenant des profils assez divers à la fois en dette et en capital à même de satisfaire tous les besoins clients et leurs objectifs en termes de contrôle des risques.



ANTONIO BOTIJA,
responsable de
l'origination et des
investissements
chez Columbia
Threadneedle

Les infrastructures devraient bien résister à la crise économique et financière

Comment peut-on définir les infrastructures ? Leur périmètre a-t-il évolué ces dernières années ?

Antonio Botija, responsable de l'origination et des investissements chez Columbia Threadneedle : Nous définissons les infrastructures comme des actifs avec des rendements stables et une volatilité faible. Ils offrent aussi, et c'est en cela qu'ils intéressent les investis-

seurs, une protection à long terme contre l'inflation. Au-delà du couple rendement/risque, les infrastructures apportent de surcroît un service à la collectivité sur le plan social et environnemental. Ces caractéristiques sont particulièrement attractives pour les investisseurs, surtout dans l'environnement actuel où la volatilité est très élevée à la fois sur les actions et sur les obligations. Concernant le périmètre des infrastructures, il y a 10 ans, nous trouvons dans cette catégorie surtout les transports et les actifs de distribution

d'énergie, mais elle s'est ouverte à d'autres domaines, comme le numérique à travers les hébergeurs de données (data centers) ou la fibre optique, mais aussi au social à travers par exemple les résidences pour personnes âgées. Ces nouveaux domaines deviennent aussi importants que les infrastructures de transport et d'énergie.

Jean-Christel Trabarel, fondateur Jasmin Capital : Les investisseurs recherchent dans l'infrastructure des retours sur investissement relativement

élevés. Dans les investissements en actions (equity), ils peuvent grimper au-dessus de 10 %. Pour les fonds «super core» comme celui de Macquarie par exemple qui sont positionnés sur des actifs très régulés, les promesses de rendement peuvent être légèrement inférieures, mais ils affichent par contre des durées de vie plus longue et une forte composante de distribution annuelle. Il existe d'autres typologies de fonds comme ceux portés par des acteurs plus opportunistes qui vont aller chasser sur les terres du capital



FLORENT DEL PICCHIA,
responsable de l'activité
dette infrastructure euro,
Aviva Investors France



ROGER CANIARD,
directeur financier et
membre du comité
exécutif, MACSF



**JEAN-CHRISTEL
TRABAREL,** fondateur,
Jasmin Capital



**JEAN-FRANCIS
DUSCH,** directeur de
la gestion en dette
d'infrastructure,
membre du comité
exécutif d'Edmond
de Rothschild Asset
Management



investissement. En effet, la frontière entre les fonds d'infrastructure et les fonds de capital investissement est devenue plus ténue. A ce titre, des sociétés précédemment détenues par des fonds de capital investissement comme IDEX ou Proxiserve dans le domaine du chauffage ont été achetées par des fonds d'infrastructures récemment. Cette tendance devrait perdurer. Le champ des actifs compatibles avec les infrastructures a tendance à augmenter. En définitive, tous actifs qui reposent sur des contrats à long terme sont assimilables à des infrastructures.

Roger Caniard, directeur financier et membre du comité exécutif du groupe MACSF :

En tant qu'investisseur, nous nous devons d'être rigoureux sur les définitions. Le marché possède maintenant plusieurs segments avec des niveaux de risque différents. Il existe des fonds dits «core», des fonds «core plus», des fonds à

valeur ajoutée (value added) et le capital investissement. Il n'y a pas de règles qui fixent précisément la limite entre le «value added» et le capital investissement, chacun d'entre nous doit prendre position à ce sujet. Vous avez évoqué les résidences pour personnes âgées, pour ma part, je ne considère pas que ces actifs puissent s'inscrire dans un fonds d'infrastructures. Nous devons nous prononcer actuellement sur des actifs qui nous sont proposés notamment dans le domaine de la santé comme les maisons de retraite et les cliniques, afin de savoir s'il s'agit ou non d'infrastructures. En ce qui concerne les data centers, il existe aussi encore des débats pour savoir s'ils entrent ou non dans cette catégorie.

Florent del Picchia, responsable de l'activité dette infrastructure euro chez Aviva Investors France : Il est vrai que la limite évolue dans le temps et que chacun peut apporter sa propre définition.

De notre côté, nous considérons les infrastructures comme une classe d'actifs qui est censée posséder une certaine résilience. Or, celle-ci repose sur plusieurs caractéristiques ; il peut s'agir comme vous l'avez mentionné de l'existence de contrats à long terme, mais plus généralement de fortes barrières à l'entrée, que nous allons donc exiger d'un dossier. Par ailleurs, nous investissons beaucoup pour le compte de compagnies d'assurances ; de ce fait, la définition des infrastructures doit être celle retenue par la directive Solvabilité 2. Il faut alors respecter plusieurs critères afin de pouvoir obtenir un coût en capital allégé. Le premier de ces critères porte sur la finalité des infrastructures, elles doivent s'inscrire dans un service public essentiel, ce qui peut limiter le champ. D'autres critères limitatifs sont ajoutés par la réglementation, par exemple, les projets doivent posséder plusieurs clients, sauf si celui-ci est noté investment grade ou s'il peut être remplacé facilement.

Au final, notre stratégie s'inscrit plutôt sur le segment allant du «core» au «core plus», et seulement de façon très limitée jusqu'à «value added». Plus fondamentalement, il est normal que le champ des infrastructures évolue afin de répondre aux besoins de la population et aux innovations technologiques. La fibre optique n'était pas considérée comme de l'infrastructure il y a 10 ans. D'autres secteurs liés notamment à la transition énergétique suivront.

Roger Caniard : En ce qui concerne la fibre optique, nous émettons parfois des réserves. S'il s'agit de financer un projet dès la conception (en greenfield) avec un opérateur privé et qui intègre de grands risques d'exécution, le projet peut nous intéresser, mais nous ne le classerons pas dans la catégorie infrastructures, plutôt dans notre ratio dédié au capital investissement. Le deuxième challenge est de pouvoir gérer des projets avec un fort contenu technologique et qui possèdent

à ce titre un niveau de risque élevé. Le déploiement de la fibre en Europe, en partant de zéro, en procédant au terrassement, etc., n'a pas le niveau de stabilité que nous attendons de cette classe d'actifs.

Florent del Picchia : En effet, tous les projets d'infrastructures ne possèdent pas le même niveau de risque. Nous sommes sélectifs dans nos choix en matière de projet, cela ne nous empêche pas pour autant de considérer les projets à risque comme de l'infrastructure s'ils contribuent aux services publics essentiels, même si nous les déclinons pour des considérations de risque crédit.

Jean-Francis Dusch, directeur de la gestion en dette d'infrastructure, membre du comité exécutif d'Edmond de Rothschild Asset Management :

Nous pensons avoir été pionniers en 2014 dans l'élargissement de la définition des infrastructures aux secteurs de l'énergie, au digital et aux services publics (eau, stockage de ressources naturelles par exemple). Nous avons également considéré que les financements d'acquisitions et refinancements constituent des situations d'investissement aux côtés du traditionnel financement de projet. Nous avons introduit le premier financement de maisons de retraite, mais en restant fidèles aux principes de présence d'un cadre réglementaire éprouvé, de revenus émanant en partie des acteurs publics, stables et prévisibles. Nous considérons que l'on peut être un gestionnaire de dette d'infrastructure évoluant dans une définition relativement «core» de cet univers, tout en étant capable de financer des infrastructures plus innovantes à l'image du transport de véhi-

cules électriques, et cela sans déroger aux caractéristiques clés qui sous-tendent l'attractivité de la dette d'infrastructure pour les investisseurs institutionnels. Nous avons, pour ce faire, intégré dans notre équipe des professionnels de l'investissement ayant des expériences au sein du secteur public et de sponsors industriels afin de s'assurer que les risques sous-jacents (réglementaires, de construction et opérationnels) soient bien compris et encadrés. On peut ainsi considérer un univers d'investissement plus large et une diversification accrue au sein des portefeuilles, tout en maximisant le rendement et sans prendre de risque additionnel.

Les infrastructures se définissent-elles ainsi davantage par le couple rendement/risque que par les sous-jacents ?

Jean-Christel Trabarel : La distinction entre «greenfield» et «brownfield» reste très pertinente afin de caractériser le niveau de risque des fonds. Tous les grands fonds rachètent des réseaux de fibre déjà installés sur lesquels le risque est faible. De même, les data

centers qui fonctionnent déjà embarquent un risque relativement faible. Les fonds core et core plus peuvent investir sur ce type d'actifs. Une analyse fine doit être mise en œuvre afin de déterminer si chaque actif est éligible ou non à une stratégie d'investissement. Chaque gérant propose à ses souscripteurs des fonds avec des profils de risque spécifiques.

Antonio Botija : On a tendance à définir le secteur avec des appellations telles que core, core plus, value added, etc. plutôt que de se concentrer sur le profil rendement/risque, ce qui peut prêter à confusion pour les investisseurs. Dans ce sens, l'exemple des data centers est intéressant. Un data center en développement a un profil rendement/risque très différent d'un data center déjà occupé et avec des contrats de moyen à long terme déjà signés.

Florent del Picchia : Les data centers constituent aussi un bon exemple par rapport à la notion de service public essentiel. Si Google est le client, à la limite nous pouvons d'une certaine façon considérer que cela fait partie d'un service public

car presque tout le monde l'utilise ou en tout cas en bénéficiera, mais lorsqu'une société s'en sert essentiellement pour ses besoins propres, il est difficile de l'associer à cette notion. De plus, s'ajoute la question du contrat avec le locataire, si celui-ci est résilié, la valeur du bien peut chuter si celui-ci n'est pas remplacé rapidement ou s'il faut transformer le bâtiment. L'adéquation des termes du contrat sera donc essentielle pour que le niveau de risque d'un tel actif soit compatible avec notre stratégie d'investissement.

Roger Caniard : En résumé, les projets en greenfield dans la fibre et les data centers nous paraissent trop risqués pour être sélectionnés dans un fonds d'infrastructures. Nous investissons des montants conséquents sur ces fonds, nous en attendons donc une certaine stabilité et du rendement qui ne sont pas compatibles avec un projet greenfield sur lequel il n'y a pas de rendements et beaucoup de risques d'exécution. Nous avons la possibilité de prendre ce type de risque par ailleurs dans le cadre du capital investissement et nous investissons alors des



JEAN-FRANCIS DUSCH

DIRECTEUR DE LA GESTION EN DETTE D'INFRASTRUCTURE, MEMBRE DU COMITÉ EXÉCUTIF D'EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

« Les périodes de crise créent toujours des opportunités pour financer des opérations liées à des consolidations et même à de nouveaux projets pour soutenir l'économie. »



montants bien moins conséquents.

Jean-Francis Dusch : Le couple rendement/risque de la dette senior est in fine une sorte de résultante constante, quel que soit le sous-jacent. Le gestionnaire de dette d'infrastructure se doit d'identifier, de structurer, d'encadrer les risques spécifiques à un secteur ou à un sous-secteur, liés à la technologie, au cadre contractuel ou encore au type de contrepartie, afin de mettre en place un instrument de dette au profil de risque du type «investment grade» et étant éligible à la directive Solvabilité 2. Cet instrument doit offrir une prédictibilité et une stabilité des cash-flows avec un ensemble de covenants et de sûretés efficaces. Concernant la dette junior, une fois que l'on a déterminé un profil de risque et de rendement cible, ce qui précède reste vrai. In fine, la dette d'infrastructure nous semble autant définie par le couple rendement/risque que par les sous-jacents. Ces derniers apportent la diversification requise pour éviter un risque systémique dans le portefeuille ainsi construit.

Est-il indispensable de proposer des fonds qui répondent aux exigences de la directive Solvabilité 2 ?

Florent del Picchia : Il existe un grand nombre de critères à respecter pour être en ligne avec cette directive. La notion de service public est essentielle, mais aussi la contrepartie, le nombre de clients ou encore la structure financière de l'actif, en particulier certaines caractéristiques donnant une indication sur la qualité de crédit. Ces critères sont importants pour les assu-



FLORENT DEL PICCHIA

RESPONSABLE DE L'ACTIVITÉ DETTE INFRASTRUCTURE EURO, AVIVA INVESTORS FRANCE

reurs, en particulier en ce qui concerne la dette. En effet, les banques n'ayant pas les mêmes critères, il est rare qu'un actif non éligible offre une prime suffisamment importante pour compenser le surcoût en capital. En revanche, dans le domaine de l'equity, les gérants disposent de plus de latitude, les investisseurs étant davantage prêts à assumer un coût en capital plus élevé, notamment si les rendements le justifient.

Antonio Botija : Les compagnies d'assurances sont un de nos principaux clients. Elles ne cherchent pas seulement un TRI intéressant, mais aussi des rendements réguliers. Nous essayons ainsi de contrôler la volatilité globale de notre portefeuille en investissant dans des secteurs liés à l'évolution du PIB comme les transports et d'autres au contraire moins dépendants de l'évolution du PIB, mais davantage influencés par les taux d'intérêt ou l'inflation, comme par exemple la distribution d'énergie régulée. Par ailleurs, pour répondre aux besoins des institutionnels, nous n'investissons pas dans certains

secteurs comme le nucléaire ou le charbon.

Jean-Christel Trabarel : Les fonds core et core plus vont tous être éligibles à la directive Solvabilité 2 ; en revanche, les fonds «value added» ou opportunistes peuvent être davantage à la limite du capital investissement. Il faut alors procéder à une analyse en transparence actif par actif pour être certain que les critères soient bien respectés.

Jean-Francis Dusch : Sur de la dette senior, cela nous semble un critère relativement aisé à satisfaire, et ce d'autant plus si nous sommes en position de réellement structurer l'instrument de dette dans lequel on investit. Nous nous y sommes engagés dès le second millésime de notre plateforme en avril 2016. Sur la dette junior, l'inscription dans les critères de la directive Solvabilité 2 semble moins importante car le rendement plus élevé peut justifier un SCR plus haut. Et encore, la durée plus courte de cette dette permet de garder des niveaux de SCR très attractifs et cela sans respecter la définition

« Les projets d'infrastructures sont portés par des structures financières qui imposent en général un certain montant de liquidités. Elles pourraient permettre aux sociétés de tenir en attendant un retour à la normalité. »

des infrastructures portée par cette directive.

La répartition entre ce qui relève de l'investissement public et de l'investissement privé est-elle clairement établie ?

Florent del Picchia : Pour que les projets se fassent sans le soutien public, ils doivent être profitables de façon autonome et finançables par les banques, ce qui permet déjà d'établir une répartition. Dans les énergies renouvelables par exemple, les subventions sont de moins en moins nécessaires. En ce qui concerne les secteurs subventionnés, l'intervention du secteur privé dépend de la volonté des acteurs publics de permettre aux acteurs privés d'intervenir. Ils peuvent le faire en raison de contraintes budgétaires par exemple ou s'ils considèrent que le secteur privé sera mieux à même de gérer l'actif. La répartition évolue donc aussi en fonction de la volonté des politiques.

Antonio Botija : Les pouvoirs publics ont parfois tendance

à oublier l'impact social des investissements privés dans les infrastructures. Plusieurs études ont démontré leur bénéfice social. Les gouvernements devraient savoir cela et nous aider davantage dans l'obtention de nouveaux projets. Si on prend l'exemple des aéroports, au niveau régional, ils jouent un rôle économique essentiel, et ils offrent des emplois dans des zones où le chômage est particulièrement élevé. En tant qu'actionnaire, nous contribuons au bien-être social.

Florent del Picchia : Les aéroports constituent un bon exemple pour montrer que les gestionnaires privés peuvent être efficaces. Ils ont réussi à maximiser les revenus du commerce et des services annexes. S'il existe des différences historiques selon les actifs, au final, la part du privé est marginale en particulier sur les routes. Les concessions autoroutières en France ne concernent qu'une petite partie du réseau total. Un changement dans ce domaine ouvrirait de nombreuses opportunités.

Jean-Christel Trabarel : Historiquement, la France est très en avance sur l'eau, le financement privé est intervenu très tôt, depuis plusieurs siècles. Dans d'autres domaines, c'est plus complexe, comme les privatisations d'aéroports qui peuvent être laborieuses.

Roger Caniard : En France, nous possédons aussi une spécificité à travers des groupes privés comme Vinci qui sont très présents dans les concessions publiques et interviennent aussi massivement dans les grands travaux publics.

Antonio Botija : Il est vrai que les privatisations pourraient

« Les compagnies d'assurances ne cherchent pas seulement un TRI intéressant, mais aussi des rendements réguliers. »

ANTONIO BOTIJA

RESPONSABLE DE L'ORINATION ET DES INVESTISSEMENTS, COLUMBIA THREADNEEDLE



être plus nombreuses en France, notamment si on compare à l'Angleterre, mais il existe une grande différence entre la situation globale en Europe et aux Etats-Unis. A la différence de l'Europe, il n'y a pas tellement de concessions privées aux Etats-Unis. La distribution de l'eau, la gestion des autoroutes ou encore les aéroports ont été très peu privatisés. Il est beaucoup plus difficile pour un investisseur privé d'investir dans les infrastructures aux Etats-Unis. Les pouvoirs publics et la société civile ne sont pas prêts à faire des concessions et à privatiser les infrastructures facilement.

Jean-François Dusch : Dans l'absolu, il existe un équilibre entre investissements public et privé qui est spécifique à chaque projet. Si l'on prend l'exemple des PPP, des énergies renouvelables ou encore de la fibre optique, les montants des engagements publics (subventions, régime indemnitaire, «feed-in tariff», paiement ou non de loyers) et la quote-part de financements privés (et leur répartition entre fonds propres et dette) sont différents pour chaque projet, et résultent d'une multiplicité de paramètres. A chaque fois, il faut

faire du sur-mesure.

Quels sont les flux de capitaux dans cette classe d'actifs ? Est-ce que cela pourrait évoluer avec la crise sanitaire actuelle ?

Florent del Picchia : Les volumes sont en hausse depuis plusieurs années dans la dette et encore davantage en capital (equity). En matière de dette, il convient d'être très sélectif : en effet, nous constatons l'existence de nombreuses transactions avec des niveaux de risque importants et d'autres avec des rendements trop faibles par rapport à nos exigences. Mais nous parvenons tout de même à déployer les montants levés. La taille des montants qu'un gérant est en mesure d'investir est un facteur important afin de pouvoir accéder à des transactions ; en effet, plus les montants sont importants (notamment si plusieurs mandats peuvent être positionnés sur un même projet), plus il est facile de sécuriser une allocation sur un projet et d'en influencer favorablement la structure. Maintenant, la question est de savoir si cette tendance très favorable va se poursuivre malgré la crise sanitaire ? Il est difficile de se faire

un point de vue à ce sujet, mais nous savons que par le passé, cette classe d'actifs a montré une certaine forme de résilience lors des périodes de crise. Son attractivité a par conséquent même tendance à augmenter en cas de difficulté sur les marchés financiers. Toutefois, il n'est pas impossible qu'à court terme un certain nombre d'investisseurs deviennent attentistes. Mais il faut trouver où placer les liquidités. En ce qui concerne les effets de la crise sur les projets financés, nous avons commencé à analyser les impacts potentiels, par exemple quelles pourraient être les conséquences des ruptures de chaînes d'approvisionnement sur des projets en phase de construction, notamment dans le domaine de l'énergie photovoltaïque, la plupart des panneaux venant de Chine. Certains secteurs comme les ports, les aéroports et les autoroutes à péage pourraient également être très touchés. Mais l'avantage des projets d'infrastructures est qu'ils sont portés par des structures financières qui imposent en général un certain montant de liquidités. Celles-ci pourraient donc permettre aux sociétés de tenir en attendant que la situation



revienne à une certaine normalité

Jean-Christel Trabarel : Les infrastructures devraient en effet moins souffrir que le capital investissement en cas de retournement de marché. Mais il n'est pas certain qu'elles en profitent. Un certain nombre de souscripteurs vont peut-être reporter leurs décisions d'investissement. La tendance à long terme par contre ne devrait pas être affectée. La croissance des infrastructures dans les portefeuilles des institutionnels, qu'il s'agisse de dette ou d'actions, devrait se poursuivre. L'an dernier, nous avons dépassé en equity les 600 milliards de dollars d'encours au niveau mondial avec une collecte de l'ordre de 100 milliards de dollars. Le chiffre de cette année sera peut-être inférieur, mais la tendance est clairement à la hausse. Il faut bien noter que sur deux ans, les encours ont progressé de 50 %. En France, nous affichons 71 milliards d'euros de stocks en infrastructure dont 44 milliards en equity et sur cet ensemble, 26 milliards doivent encore être déployés dont plus de 60 % concernent l'equity.

Roger Caniard : Nous ne sommes pas du tout inquiets sur la capacité des gérants à investir. Les fonds peuvent se permettre de réaliser beaucoup d'investissements car ils peuvent s'endetter et disposent d'un coût du capital relativement bas. Nous constatons cela tous les jours avec l'externalisation par de grands groupes de leurs actifs sous la pression des investisseurs qui les persuadent qu'ils peuvent mieux les valoriser en les sortant de leur bilan. C'est le cas notamment des tours, de la fibre, des infrastructures de télécommunication. Orange par exemple possède un coût du capital élevé, le groupe est limité en termes d'endettement, les fonds d'investissement ont plus de latitude pour réaliser les investissements nécessaires.

Antonio Botija : Nous ne sommes pas inquiets des impacts de cette situation sur le long terme. Les fonds de pension et les compagnies d'assurances en Europe ne cessent d'augmenter leurs investissements dans les infrastructures et malgré cela, la part de ces actifs dans leur allocation est encore inférieure à ce que l'on

peut trouver au Canada ou en Australie. En matière d'equity, les capitaux ont afflué, ce qui a conduit à une augmentation de la taille des fonds. Ceux créés il y a 10 ans possédaient des encours de 50 ou 100 millions d'euros, alors que maintenant ils se situent plutôt autour de 300 ou 400 millions. Cette situation conduit à un accroissement de la concurrence en particulier sur les grands projets. De notre côté, chez Columbia Threadneedle, nous avons lancé l'année dernière un fonds d'infrastructures européennes, spécialisé dans les opérations de taille moyenne, de l'ordre de 50 ou 100 millions, là où il y a moins de concurrence.

Jean-Francis Dusch : Les flux sont effectivement significatifs et la dette d'infrastructure attire de plus en plus d'investisseurs institutionnels avec parfois des mandats dédiés de 500 millions d'euros voire d'un milliard d'euros. Il sera intéressant de regarder si les levées de fonds de dette vont progressivement rattraper ce qui a été amassé par les fonds de private equity infra qui capturent toujours une large majorité des engagements des institutionnels. En effet, la

dette représente 60-90 % de l'univers d'investissement dans les infrastructures. Concernant la crise sanitaire, il nous semble trop tôt pour analyser son effet. Comme indiqué précédemment, la façon dont la dette d'infrastructure est structurée offre un coussin de sécurité avant qu'un portefeuille ne soit affecté. Enfin, à propos de l'appétit des investisseurs, on peut espérer que s'ils appréhendent la dette d'infrastructure comme des actifs de long terme, alors, la volatilité actuelle n'impactera pas leur volonté de se diriger vers cette classe d'actif.

L'impact de la crise devrait-il être identique en dette et en equity ?

Florent del Picchia : Dans la dette, les volumes sont plus faibles, mais les montants unitaires sur le marché sont plus élevés du fait de l'effet de levier. En matière de déploiement, nous devons observer le comportement des fonds en equity. En effet, l'activité en dette est actuellement dopée par les volumes de vente/achat d'actifs par les fonds d'infrastructures equity, mais ces derniers pourraient attendre avant de céder des actifs du fait de la crise sanitaire actuelle. Une certaine forme d'attentisme pourrait impacter le volume des transactions.

Jean-Christel Trabarel : Si on prend l'exemple d'un aéroport, ce n'est pas forcément le meilleur moment pour le mettre en vente. Il devrait y avoir probablement un prolongement d'une année de la période d'investissement des fonds pour passer cette crise.

Roger Caniard : Ce décalage dans le temps va concerner



« Nous apprécions de participer aux comités d'investissement afin de donner notre avis et d'éviter ainsi que les gérants ne sortent de la catégorie. »

ROGER CANIARD

DIRECTEUR FINANCIER ET MEMBRE DU COMITÉ EXÉCUTIF, MACSF

l'ensemble des fonds. Il faut prendre en compte la conjoncture avant d'investir. En effet, si nous constatons que le compte de résultat des entreprises est dégradé, il est nécessaire de réajuster la stratégie. Les vendeurs n'ont pas envie de céder leur participation dans un tel contexte, ce qui est assez logique. L'exemple de l'aéroport est emblématique, mais l'arrêt de la production peut concerner toutes les industries et les services. Ce décalage ne remet tout de même pas en cause la tendance de fond. Il faudra cependant passer la crise actuelle et revoir les leviers d'endettement à la baisse.

Jean-François Dusch : Les périodes de crise créent toujours des opportunités pour financer des opérations dans le secteur des infrastructures avec un flux en provenance de la classe d'actifs equity liées à des consolidations et même à de nouveaux projets pour soutenir l'économie. Malgré tout, il peut y avoir un ralentissement des transactions en périodes dites de «lock-down» ou fermeture liées à la crise sanitaire. Nous restons optimistes.

Considérez-vous aussi qu'il n'y aura pas d'impact durable sur les énergies renouvelables ? La chute des cours du pétrole ne conduira-t-elle pas à une baisse des investissements ?

Jean-Christel Trabarel : La collecte ne devrait pas être affectée par la baisse des cours du pétrole. Aujourd'hui, il existe une forte demande des investisseurs. Les fonds de pension, les caisses de retraite et les compagnies d'assurances représentent les trois



Les fonds qui intègrent des restrictions dans leur règlement concernant les investissements dans les énergies fossiles sont de plus en plus nombreux.»

JEAN-CHRISTEL TRABAREL

FONDATEUR, JASMIN CAPITAL

quarts des souscripteurs dans les fonds français d'infrastructures en equity et sur la partie dette, ils représentent 90 % des souscriptions. Ces acteurs ont aujourd'hui la volonté d'investir dans les énergies renouvelables, d'agir dans le cadre de la lutte contre le réchauffement climatique. La tendance de fond est là. Par contre, il pourrait y avoir plus de sélectivité dans le déploiement.

Roger Caniard : La pression environnementale est tellement forte que l'ancien schéma dans lequel il pouvait y avoir des arbitrages selon les coûts de revient des différentes sources d'énergie n'est plus valide. La baisse des prix de revient des énergies fossiles ne les rend pas plus attractives aux yeux des investisseurs.

Jean-Christel Trabarel : Les fonds qui intègrent des restrictions dans leur règlement concernant les investissements dans les énergies fossiles sont de plus en plus nombreux. Tous les grands fonds se prévalent aujourd'hui d'être neutres en carbone dans leur portefeuille.

Antonio Botija : En Europe occidentale, les énergies renou-

velables ne sont plus liées directement aux subventions des Etats, elles sont maintenant financées par le secteur privé qui affiche un appétit pour ce type d'actifs. Quelle que soit la situation des Etats, elles ne devraient pas être affectées sur le long terme par les évolutions actuelles de la chute du pétrole.

Jean-François Dusch : La transition énergétique est un enjeu majeur, acté, inscrit dans la durée et sur lequel tant le secteur privé que le secteur public sont engagés. Le futur de l'humanité en dépend. Les investissements se feront.

Comment ont évolué les rendements ? Faut-il prendre plus de risques pour les maintenir ?

Florent del Picchia : Les rendements ont clairement baissé du côté des dettes ; mais il faut toujours les considérer en relatif. Nous constatons que la prime par rapport aux actifs liquides est à peu près stable si l'on considère des moyennes sur la durée de déploiement d'un fonds (pour lisser la volatilité sur les actifs liquides). Les primes demeurent intéressantes, et ce d'autant plus

qu'une grande partie des obligations offrent un taux négatif ou proche de zéro. Notre fonds par exemple affiche un objectif de rendement de l'ordre du taux de base plus 2 %. En réalité, le rendement est plutôt autour de 2,5 % du fait des investissements déjà réalisés ces derniers mois. Il faut également noter que ces actifs sont plus résilients que les obligations d'entreprises et disposent d'un coût en capital plus faible. Il reste à voir comment les rendements vont évoluer avec la crise actuelle.

Jean-Christel Trabarel : Dans la partie actions, selon les statistiques de Prequin, les rendements moyens ressortent entre 9 % et 12 % sur les derniers millésimes en termes de TRI net annuel. Pour les millésimes anciens, les rendements étaient légèrement inférieurs. Ils se sont donc améliorés.

Roger Caniard : Les fonds ont bénéficié d'une plus grande capacité à s'endetter. Aujourd'hui, nous constatons que les levées de fonds affichent des objectifs de TRI nets annuels entre 8 % et 10 % avec un rendement cash attractif, mais souvent avec un levier important. Ceux-ci vont devoir baisser car



la crise va mettre en lumière cet excès.

Jean-Christel Trabarel :

L'avantage d'un fonds d'infrastructure en equity par rapport à un fonds de capital investissement est justement qu'il délivre un rendement (cash yield) parfois dès la première année et qui peut atteindre en régime de croisière entre 4 % et 5 %. A contrario, un fonds de capital investissement ne délivre souvent pas de rendement avant la sixième année d'activité.

Florent del Picchia : En equity, sauf pour les fonds evergreen, le retour sur investissement dépend beaucoup de la sortie, c'est-à-dire de la cession in fine des actifs. Il existe moins d'incertitude sur le rendement final dans le cadre des fonds de dette.

Antonio Botija : Il existe des fonds d'infrastructures en equity qui proposent des rendements de plus de 15 %, mais il s'agit plutôt de fonds dits «value added». Il faut alors attendre la sortie pour que le TRI se matérialise. Par ailleurs, la plupart des fonds d'infrastructures visent un rendement annuel (cash yield) de l'ordre de 4 % à 5 %, mais en réalité cela dépend des stratégies et des fonds, et la plupart du temps ce rendement n'est pas atteint chaque année. De notre côté, nous gérons une stratégie dite «evergreen», c'est-à-dire dans laquelle nous ne sommes pas forcés de vendre les actifs. Nous promettons aux investisseurs un rendement situé aux alentours des 5 %, et avec un TRI d'environ 10-12 %. Dans la mesure où nous ne vendons pas nos actifs, nous ne pouvons pas avoir les mêmes prises de risques que les fonds «value added» où c'est la sortie d'actifs qui va créer le plus de

valeur. Nous nous concentrons à la fois sur le rendement annuel versé et sur le TRI.

Jean-Christel Trabarel : En effet, l'étendue des rendements varie beaucoup en fonction des stratégies d'investissement. L'écart est encore plus important sur les fonds en equity qu'en dette où nous pouvons trouver des fonds super core qui vont viser du 8 % de TRI net et des fonds «value added» ou opportunistes qui se proposent d'offrir un rendement jusqu'à 14 % ou 15 %.

Jean-François Dusch : Sur la dette d'infrastructure, nous sommes davantage jugés sur les spreads de crédit. Pour notre part, nous considérons que les gestionnaires les plus expérimentés et les plus performants peuvent échapper à la tendance générale de baisse des spreads, et ce sans prendre de risques accrus. Les fonds de dettes peuvent être sélectifs et arriver en amont sur des transactions plus propriétaires pour combiner une structure très robuste, conservatrice avec un spread de crédit dans la fourchette haute du marché.

En matière de dette, le profil des fonds est-il aussi étendu ?

Florent del Picchia : De façon similaire, le champ est relativement large en termes de couple risque/rendement puisque nous avons les mêmes problématiques en matière de profil des sous-jacents à savoir core ou core plus. A cela s'ajoute le profil de la dette, celle-ci peut se situer dans la catégorie «senior sécurisée» ou «subordonnée mezzanine». Dans notre cas, nous nous focalisons sur la dette senior. Nous disposons tout de même

de poches réduites pour investir dans la catégorie notée sub-investment grade et éventuellement dans les dettes émises par les holdings. Celles-ci devront être seniors sécurisées au niveau de la holding, même si subordonnées structurellement à la dette émise au niveau du projet financé, et satisfaire certaines conditions notamment sur la proportion relative de dette à chaque niveau et de contrôle sur la société projet. Par contre, d'autres gérants n'hésitent pas à investir dans la dette subordonnée. Pour notre part, nous considérons que la dette subordonnée se rapproche en termes de couple rendement/risque de l'equity dont le profil est plus attractif puisqu'il peut permettre d'avoir plus de contrôle et de mieux capturer le potentiel de hausse. De plus, la dette subordonnée pourra moins facilement permettre de bénéficier d'une réduction en coût en capital au titre de Solvency 2.

Jean-François Dusch : Les fonds ont des profils différents qui sont aussi influencés par la taille et l'expérience de leurs équipes, et leur capacité de sourcing des transactions et de structuration des actifs en portefeuille. La dette senior est relativement standardisée. Les gestionnaires peuvent faire la différence grâce à leur capacité à mettre en place des covenants et des sûretés réellement actionnables et efficaces, tout en générant du spread additionnel. Nous possédons par ailleurs une offre de dette junior qui est un vrai produit de dette structurée, avec une forte discipline de crédit et d'encadrement des risques, à l'instar de la dette senior. Et sur laquelle nous ne prenons pas de risque d'equity. On peut créer sur un profil de risque BB une vraie prime de complexité.

Une équipe aguerrie de «structureurs» ayant de fortes relations avec les sponsors financiers et industriels de dette est essentielle pour réussir et profiter du fait que c'est une sous-classe de la dette d'infrastructure qui n'est pas intermédiée.

Quels types de fonds les compagnies d'assurances privilégient-elles ?

Roger Caniard : Nous réalisons une allocation d'actifs mixte entre toutes les catégories de fonds. Nous disposons de fonds «evergreen» c'est-à-dire des fonds de très grande taille sur lesquels nous nous intéressons essentiellement au rendement cash qui est de l'ordre de 5 % à 6 %. De plus, une fois que nous pouvons entrer dans ces fonds, qui possèdent en général des files d'attente, l'investissement se fait en une seule fois ; ainsi dès la première année, nous percevons un rendement. Ces fonds possèdent relativement peu de risques car leur taille leur permet d'être très diversifiés. Nous pouvons aussi investir sur des fonds «value added» avec un TRI supérieur et moins de rendement en cash. Nous investissons dans des typologies de fonds assez diverses dans la classe d'actifs equity infrastructure, mais nous sommes vigilants sur les investissements réalisés. De ce fait, nous apprécions de participer aux comités d'investissement afin de donner notre avis et d'éviter ainsi que les gérants ne sortent de la catégorie. Nous nous donnons le même rôle dans les fonds de capital investissement thématique, nous essayons de faire en sorte que les fonds suivent bien leur politique d'investissement et ne dévient pas du thème.

Jean-Christel Trabarel : Les

plus gros souscripteurs dans les fonds sont représentés dans le comité consultatif et leur rôle est bien effectivement de s'assurer que la politique annoncée par le fonds soit bien suivie. Ils disposent d'un droit d'alerte.

Roger Caniard : Si un fonds d'infrastructure annonce qu'il est capable de délivrer 15 % de TRI à ses investisseurs, le risque est élevé qu'il ne suive pas strictement sa politique d'investissement et se détourne de sa thématique ou bien qu'il utilise un effet de levier trop important. Nous sommes davantage rassurés par un fonds qui avance 8 % de TRI.

Antonio Botija : Historiquement, les fonds infrastructures se sont calés sur les fonds de capital investissement avec des durées de vie comprises entre 10 et 12 ans. Les fonds evergreen sont des exceptions. Cette catégorie de fonds permet d'investir dans la durée et d'être flexibles en termes de période d'investissement, et ce afin de prendre en compte les évolutions technologiques. En effet, les changements dus aux évolutions technologiques sont de plus en plus communs et rapides dans notre secteur.

Jean-Christel Trabarel : La technologie s'invite effectivement dans les infrastructures. Beaucoup de grands fonds se dotent maintenant d'un responsable de la technologie capable d'analyser les grandes tendances et de déterminer comment les changements technologiques vont impacter les infrastructures. Le développement de la voiture électrique par exemple aura des conséquences sur les autoroutes. La classe d'actifs possède un horizon de temps très long à 10, 20 voire 30 ans, il est primordial de pouvoir se projeter sur plusieurs décennies et d'évaluer l'impact

des nouvelles technologies.

L'intégration de l'ESG est-elle indispensable ?

Roger Caniard : L'ESG devient indispensable quelle que soit la classe d'actifs. Nous avons fait le choix de sélectionner des fonds qui intègrent les critères ESG d'une part et d'autre part des fonds thématiques ESG, qui ne se limitent pas d'ailleurs aux énergies renouvelables. Il existe un nouveau segment de marché sur les infrastructures avec différentes thématiques ESG. Dans ce cadre-là, nous privilégions les acteurs qui s'intéressent d'abord à la rentabilité économique des projets et ensuite considèrent ces critères.

Jean-Christel Trabarel : Tous les acteurs spécialisés sur l'infrastructure sont signataires des principes de l'investissement responsable (PRI) des Nations unies. Plusieurs initiatives se développent aussi auprès des gérants d'infrastructures. En ce qui concerne les ODD, 17 ont été définis, mais aujourd'hui, les sociétés de gestion ont retenu quelques objectifs – entre quatre et six – et toutes les sociétés de gestion n'ont pas choisi les mêmes, ce qui complique parfois la comparaison des fonds.

Florent del Picchia : En ce qui concerne Aviva Investors, l'ESG constitue aussi un élément clé. Nous sommes membres fondateurs du GRESB qui a pour vocation d'harmoniser les critères d'évaluation dans les infrastructures. Historiquement, cet organisme était plutôt focalisé sur l'equity, mais nous nous sommes servis de leurs travaux pour réaliser une grille d'évaluation sur la dette. Nous disposons d'une équipe spécialisée qui analyse les dossiers, ce qui nous amène par-

fois à refuser certains d'entre eux qui ne seraient pas en conformité avec nos critères ESG. Dans ce domaine, deux sujets nous occupent, le premier est l'absence de critères universels d'évaluation qui rend difficile la comparaison entre les fonds. Il faut de ce fait se méfier du «greenwashing». L'autre sujet côté dette est que nous n'avons pas forcément accès à toutes les informations. Celles-ci sont disponibles lors de l'investissement initial, mais pendant toute la durée du projet les informations sont moins accessibles. Nous essayons d'introduire des covenants qui forcent les entreprises à nous fournir

Dans la partie actions, selon les statistiques de Prequin, les rendements moyens ressortent entre 9% et 12% sur les derniers millésimes en termes de TRI net annuel.

les informations. Pour finir sur une note positive, nous avons pu constater dernièrement qu'il était possible de faire de l'«impact lending». Nous avons pu par exemple négocier des covenants qui forcent l'emprunteur à changer son mix énergétique pour le rendre plus vert. Ces covenants avaient été obtenus à l'initiative des institutionnels plutôt que des banques.

Antonio Botija : Chez Columbia Threadneedle, nous intégrons la composante ESG à toutes les étapes de notre processus d'investissement et pour toutes les classes d'actifs. Nous nous basons sur les ODD des Nations unies ainsi que sur différents modèles de banques de développement

afin de construire une approche responsable dès la conception de notre processus d'investissement et y compris dans notre sélection d'actifs. Comme vous l'avez indiqué précédemment, les énergies renouvelables ne sont pas le seul domaine relevant d'ESG, il y a en a beaucoup d'autres dans les infrastructures, comme les bâtiments à basse consommation, les systèmes de gestion de l'eau efficaces, etc. De nombreux domaines peuvent contribuer à la réduction des émissions de carbone. Notre fonds est ainsi un fonds durable qui va bien au-delà des énergies renouvelables. A titre d'exemple, nous avons investi dans une compagnie de ferries circulant entre les îles normandes, la France et la Grande-Bretagne.

Jean-François Dusch : Le groupe Edmond de Rothschild s'est engagé depuis longtemps dans le développement durable et l'ESG. Notre offre de dette d'infrastructure en est une des composantes clés. Les aspects ESG ont été incorporés très tôt dans notre processus d'investissement et de suivi de nos investissements que nous améliorons constamment en nous appuyant sur nos équipes de développement durable. Pour un des fonds de notre plateforme de dette d'infrastructure, nous avons obtenu le label GreenFin (Novethic) qui a de nombreuses vertus. L'une d'entre elles est de créer un certain dénominateur commun sur les aspects d'analyse ESG pour les fonds bénéficiant de ce label. Une autre est de fournir à nos investisseurs une mesure concrète d'impact, en l'occurrence l'empreinte carbone mesurée par un auditeur indépendant à savoir Carbone 4. Rappelons aussi que la classe d'actifs d'infrastructure est naturellement associée à l'ESG. ●

Propos recueillis par Sandra Sebag