

Le grand / **DEBAT**



INFRASTRUCTURES EN CAPITAL : UNE CLASSE D'ACTIFS PORTÉE PAR LA RELANCE POST-COVID

Option
Finance

- **Mounir Corm**, directeur général délégué et associé fondateur, Vauban Infrastructure Partners
- **Jérôme Leyvigne**, managing director, BlackRock Infrastructure Solution
- **Antonio Botija**, responsable de l'origination et des investissements en infrastructure, Columbia Threadneedle
- **Gilles Garnier**, directeur des investissements passifs et actifs, PRO BTP
- **Jean-Christel Trabarel**, associé gérant – fondateur, Jasmin Capital

Les investissements dans les infrastructures à travers des participations au capital d'entreprises non cotées (infra equity) ont démontré leur caractère essentiel dans le contexte de crise sanitaire. Pour les investisseurs institutionnels, ces actifs possèdent deux caractéristiques qui les rendent très attractifs : ils versent un rendement stable et relativement élevé quel que soit le positionnement dans le cycle économique et ne sont pas volatils. Enfin, notons que les structures contractuelles dans lesquelles elles s'inscrivent sont relativement protectrices. Par conséquent, y compris au plus fort de la crise en 2020, ces investissements se sont montrés résilients en termes de rendement et de valorisation. Les participants au Grand Débat du magazine Option Finance ont analysé le comportement de la classe d'actifs depuis un an, les grandes tendances comme la concentration et le développement de méga-fonds, mais aussi les opportunités liées aux mesures de relance qui devraient transformer la classe d'actifs : la rendre plus « verte » et la moderniser.

INFRASTRUCTURES EN CAPITAL : une classe d'actifs portée par la relance post-Covid

■ Des actifs qui tiennent leurs promesses en situation de crise

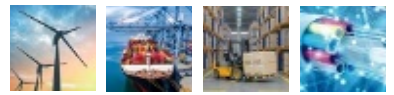
Le capital-investissement spécialisé dans les infrastructures (infra equity) a-t-il bien résisté à la crise sanitaire ?

Mounir Corm, directeur général délégué et associé fondateur de Vauban Infrastructure Partners : L'impact de la Covid sur les

infrastructures dites « core » a été très limité, voire inexistant, car celles-ci fournissent des services essentiels. Elles s'inscrivent de plus dans des structures contractuelles protectrices en cas de crise, ce qui leur procure une grande résilience. Nous vivons depuis le début de la crise sanitaire un « stress test » en grandeur nature sur nos actifs et ceux-ci ont très bien résisté. Il s'agit d'ailleurs

d'une des qualités principales de la classe d'actif pour les investisseurs : elle n'est en général pas sensible aux cycles économiques et résiste très bien en cas de crise. Si on entre dans le détail, il est vrai que certains sous-segments ont pu réagir différemment. Les actifs correspondant à la transition énergétique, les réseaux de transmission/distribution d'énergie ou encore les chauf-

fages urbains n'ont pas du tout été impactés, bien au contraire. En ce qui concerne les infrastructures sociales « core » qui s'inscrivent dans des contrats de long terme avec des structures publiques qui paient un loyer comme les universités ou encore les hôpitaux, là encore, il n'y a eu aucune incidence négative car ces structures ont continué à régler leur loyer. Dans les secteurs liés au digital



De gauche à droite
et de haut en bas :

MOUNIR CORM,
directeur général délégué et
associé fondateur, Vauban
Infrastructure Partners

JÉRÔME LEYVIGNE,
managing director, BlackRock
Infrastructure Solutions (BIS)

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

GILLES GARNIER,
directeur des investissements
passifs et actifs, PRO BTP

JEAN-CHRISTEL TRABAREL,
associé gérant – fondateur,
Jasmin Capital

ou encore à la fibre optique, les investissements se sont multipliés pour faire face à de nouveaux besoins liés à l'accroissement du volume de données numériques, mis en exergue par la crise. Cette catégorie est ainsi en surperformance très forte sur l'ensemble de l'année 2020. Le dernier sous-secteur correspond à la mobilité. Celui-ci a été touché par les mesures de confinement et par les restrictions dans les déplacements. Mais là encore, même face au pire scénario envisageable, à savoir une interdiction totale de se déplacer avec les mesures de confinement entraînant des chutes importantes de l'usage des transports, ce secteur a bien résisté grâce à plusieurs facteurs. Tout d'abord les structures contractuelles et financières des projets mises en place ; si les contrats intègrent des paiements fixes non liés au volume d'usage de l'actif

alors il n'y a pas de sujet. A titre d'exemple, nous avons investi dans des métros en Espagne avec une contrepartie publique qui assure un revenu fixe quel que soit le niveau de fréquentation. Nous pouvons également dans cette dernière catégorie différencier les actifs liés à la mobilité locale de ceux liés à la mobilité internationale. Dans le second cas, l'impact de la crise est structurel et devrait être long comme dans le cas des aéroports où le retour à une activité normale n'est pas attendu avant 2024. En revanche, en ce qui concerne la mobilité locale comme les transports dans les zones périurbaines, l'impact est plus faible et la reprise devrait être plus forte. L'autre élément différenciant les actifs réside dans le niveau de levier, celui-ci doit être limité dans une optique de contrôle des risques. A titre d'exemple, deux

actifs de mobilité dans lesquelles nous avons investi ont conservé leur notation investissement grade, malgré la crise, car ils disposent d'un niveau d'endettement raisonnable. En résumé, nous constatons une résistance très forte des portefeuilles infrastructures, ce qui correspond à un comportement attendu.

Jérôme Leyvigne, managing director chez BlackRock Infrastructure Solutions (BIS) : De manière générale, nous pouvons en effet considérer que les infrastructures ont bien résisté à la crise et ont démontré une forte résilience. Cependant, nous avons aussi observé un schisme au sein de la classe d'actifs entre les infrastructures de transport de passagers et les pipelines de pétrole et de gaz en Amérique du Nord, qui ont enregistré des baisses de trafic ou de volume

très prononcées, et les actifs de télécommunications et la logistique au sens large qui se sont très bien portés, voire même ont performé au-delà de toute attente. Dans le secteur de la

Dans les secteurs liés au digital ou encore à la fibre optique, les investissements se sont multipliés pour faire face à de nouveaux besoins mis en exergue par la crise.

logistique, BlackRock a par exemple investi dans Lineage Logistics, le leader mondial de la chaîne de froid. L'entreprise facilite le transit des aliments frais de leur site de production vers les consommateurs finaux. Cette société a enre-



MOUNIR CORM

**DIRECTEUR GÉNÉRAL DÉLÉGUÉ ET ASSOCIÉ FONDATEUR,
VAUBAN INFRASTRUCTURE PARTNERS**

Mounir Corm était auparavant directeur adjoint de l'activité infrastructures généralistes de Mirova. Cœuvrant activement au développement des activités d'infrastructures depuis 2008, il a acquis une connaissance profonde du marché des infrastructures européennes. Au cours de sa carrière, il a pris part à la gestion de nombreux actifs d'infrastructures essentielles européennes accompagnant ainsi la croissance européenne. Mounir est titulaire d'un master en affaires publiques de Sciences Po Paris et d'un master en business de HEC et a commencé sa carrière chez PwC, dans le conseil au secteur public.



La conjoncture est optimale pour les infrastructures : il y a des besoins, des subventions, de la régulation, des investissements et des sources de financement abondantes. »

gistré de très bons résultats en 2020. Elle est restée opérationnelle pendant les périodes de confinement et avec des taux d'utilisation plus élevés que prévu, en raison d'une forte demande de ses clients. Elle a même dû recruter 2 000 travailleurs supplémentaires pour répondre à cette demande. Il est intéressant de noter que les infrastructures qui apportent des services essentiels à la collectivité ont bénéficié d'un soutien important des autorités publiques. A titre d'exemple, en Italie, certaines concessions aéroportuaires ont été rallongées de deux ans pour compenser la perte de trafic pendant la crise sanitaire. Il y a vraiment une volonté de maintenir la viabilité économique des actifs d'infrastructure.

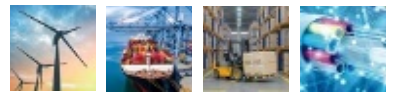
Antonio Botija, responsable de l'origination et des investissements en infrastructure chez Columbia Threadneedle : La classe d'actifs a été une « success story » pendant la crise car elle

dispose de deux caractéristiques clés : elle verse un rendement stable et elle n'est pas très volatile. Comme indiqué précédemment, certains actifs ont été impactés par les mesures de confinement comme ceux liés à la mobilité et au transport, mais les structures utilisées ont permis de limiter les risques. De plus, il s'agit d'actifs à long terme voire à très long terme qui ne sont pas sujets à la volatilité, les business models sont valables sur une longue période de temps et ne sont pas sujets à modifications y compris en période de crise. Cette crise sanitaire a même accentué les changements initiés ces dernières années comme le développement de la digitalisation ou encore des énergies renouvelables, sans modifier les grandes tendances de fond. Il est également intéressant de noter que le numérique et les énergies renouvelables sont les deux grands gagnants de la crise sanitaire ainsi que tous les services qui permettent d'accélérer dans ce domaine et d'en-

gager la transition. Les flux d'investissements se focalisent de plus en plus sur ces thématiques. Cette accélération des changements technologiques constitue un challenge pour nous car elle suppose parfois de revoir nos prévisions et d'analyser peut-être autrement que par le passé les actifs auxquels nous étions habitués. Dans un monde post-Covid, comment estimer les perspectives autour d'un parking par exemple ? Pour répondre à cette question, nous devons considérer le service rendu par les infrastructures à la collectivité, sur le plan social et environnemental. A titre d'exemple, nous avons réalisé juste avant la crise sanitaire un investissement dans une compagnie de ferries qui assurent les liaisons entre la France et le Grand-Bretagne et avec les îles anglo-normandes ; certes le transport de personnes a diminué depuis, mais en contrepartie, le transport de fret (la majorité du transport de la compagnie) est resté très stable pendant la crise

sanitaire. Le fret a été essentiel pour assurer les approvisionnements vers les îles durant la crise sanitaire.

Jean-Christel Trabarel, associé gérant – fondateur de Jasmin Capital : L'an dernier, 97 milliards de dollars ont été levés par des fonds de capital-investissement spécialisés dans les infrastructures au niveau mondial. C'est la troisième meilleure année, en termes de levée de fonds. Par comparaison, en 2019, 112 milliards de dollars avaient été levés et 99 milliards en 2018. L'attrait pour cette classe d'actifs reste important et s'est même renforcé. Il est à remarquer que les grands fonds mondiaux d'infrastructure ont concentré cette collecte en 2020 : le top 20 des fonds a représenté 75 % des montants levés, ce qui correspond à un pic historique de concentration. Avec la crise sanitaire, les investisseurs institutionnels ont clairement joué la carte de la prudence en privilégiant



les sociétés de gestion établies et leurs fonds flagship de plusieurs milliards.

Comment a évolué la performance dans les différentes catégories de fonds ?

Jérôme Leyvigne : Les fonds qui se focalisent sur les énergies renouvelables ont été portés à la fois par la crise sanitaire et par un changement de perspectives des investisseurs. Ces derniers ne souhaitent plus seulement générer des rendements intéressants ; ils veulent aussi que ces rendements soient durables et s'inscrivent dans un cadre ESG strict. Pour BlackRock, qui a été pionnier dans le secteur des énergies renouvelables, ce changement est positif car on assiste à un re-pricing conséquent des actifs, notamment opérationnels. Cela nous conforte aussi dans notre stratégie. Notre troisième fonds d'énergie renouvelable, GRP III, qui est proche de sa clôture finale, devrait avoir une taille d'environ 4,5 milliards de dollars, par rapport à un objectif initial de 2,5 milliards. A contrario, les fonds spécialisés sur l'énergie en Amérique du Nord qui investissent principalement dans les pipelines de pétrole et de gaz de schiste ont enregistré de fortes baisses de performances avec peu de perspective de rebond. Ces fonds sont probablement les derniers des Mohicans. Les fonds devront à l'avenir posséder un focus plus large, avec un positionnement beaucoup plus orienté vers la transition énergétique. Cela fait sens étant donné le programme actuel de la Maison Blanche qui prévoit d'investir une large part du plan de relance dans la lutte contre le changement climatique.

Antonio Botija : De notre côté, nous sommes focalisés sur l'investissement durable à long terme, donc nos investissements n'ont pas subi de modifications en termes de valorisation. Les rendements ont été stables dans nos investissements énergétiques et numériques. Les investissements liés au transport ont évidemment subi une perte de mobilité, mais dans notre cas les valorisations n'ont pas beaucoup changé du point de vue de la performance à long terme de nos actifs. Si nous prenons l'exemple d'un contrat avec une municipalité, celle-ci a respecté son contrat, la crise n'a eu aucun impact.

Mounir Corm : Nous nous situons sur un marché qui est en pleine croissance, très dynamique sur ses deux volets : l'actif et le passif. Les investisseurs institutionnels ont besoin d'augmenter leur allocation à cette classe d'actifs pour plusieurs raisons : sa résistance, sa capacité à délivrer un rendement régulier etc. De l'autre côté, les besoins en termes d'investissement sont très importants et les politiques mises en place sont maintenant à la hauteur des enjeux. Les investissements liés à la transition énergétique et à la digitalisation sont au cœur des plans de relance européens. La conjoncture est donc optimale pour les infrastructures : il y a des besoins, des subventions, de la régulation, des investissements et des sources de financement abondantes. Il est important par ailleurs de souligner que les besoins liés à la digitalisation et à la transition énergétique ne portent pas seulement sur de nouvelles installations, mais aussi sur des investissements sur les actifs existants et historiques afin de les adapter

et de les mettre au niveau de ces nouveaux enjeux. Il faut rénover les bâtiments, installer des batteries de rechargement sur les autoroutes, etc. Nous avons devant nous cinq à dix ans d'investissement massifs dans les infrastructures. Il y a beaucoup d'argent, mais aussi beaucoup de projets. La pression sur les prix est liée à la concentration. Si on considère les chiffres de Prequin par exemple, on peut constater que les trois ou quatre grands acteurs mondiaux concentrent 80 % à 90 % de la collecte. Les

tiels, durables, inscrits dans la réalité économique d'un pays à un instant donné. Pour répondre à la volonté de développer des portefeuilles résilients à tout type de crise, il faut avoir une granularité d'analyse des projets très fine qui n'existe pas forcément dans les très gros fonds de plusieurs milliards de dollars. Aujourd'hui, un des éléments moteurs de la classe d'actifs est de savoir quelle place elle va prendre dans les plans de relance et de sortie de crise. A ce sujet, nous avons quand

L'an dernier, **97 Md\$** ont été levés par des fonds de capital-investissement spécialisés dans les infrastructures au niveau mondial.

fonds souverains s'intéressent à de très grosses opérations qui sont financées par de très gros fonds de plusieurs milliards de dollars. Sur les gros actifs, mis en vente dans des process compétitifs larges, la compétition est très forte et les prix élevés. L'intérêt de gérants comme Vauban Infrastructure Partners est de proposer des solutions différentes à nos clients, d'aller trouver des opérations plus petites, des partenariats avec des industriels, d'avoir accès, en bilatéral, à des investissements avec de la valeur de long terme. Nous ajoutons de la valeur sur ce type d'opérations et de la capacité d'accès avec des rendements intéressants.

Gilles Garnier, directeur des investissements passifs et actifs de PRO BTP : L'intérêt de l'investisseur final pour cette classe d'actifs relève en effet de sa résilience. Elle réside dans sa capacité à répondre à des besoins essen-

même un point d'interrogation : jusqu'à quel point ces plans massifs pourront descendre au niveau de granularité nécessaire pour répondre aux besoins des utilisateurs finaux ? Les grandes infrastructures majeures ne sont pas forcément la solution la plus efficace pour construire un programme répondant à la fois aux besoins des populations et des investisseurs. De notre côté, nous structurons notre portefeuille autour de plusieurs axes. Le premier axe relève de la transition énergétique. Nous sommes également très présents sur les infrastructures sociales. Nous affichons aussi une appétence pour la digitalisation. En ce qui concerne l'avenir, nous souhaitons contribuer au financement d'infrastructures essentielles. Nous souhaitons accompagner des besoins structurants qui ont été délaissés ces dernières années comme par exemple la santé.

■ Des offres qui évoluent face à une demande en forte croissance

Quelles sont les grandes tendances en matière d'offre ?

Antonio Botija : Nous avons maintenant l'opportunité de développer de nouvelles stratégies dans les infrastructures, ce qui n'était pas le cas auparavant. Jusqu'à récemment, les investisseurs se focalisaient sur des fonds d'investissement « core » européens. Le marché intègre maintenant des fonds de très grande taille, les gérants pouvant investir des tickets de 400 ou 500 millions d'euros ne sont plus rares. La concurrence est importante sur les grands projets. Par contre, elle est moindre sur les projets plus petits. Notre fonds par exemple vise un encours d'un milliard d'euros à travers des lignes d'investissement de 50 ou 100 millions d'euros. Sur ce segment, il est possible de construire des fonds avec des spécialisations par exemple sur une géographie : des fonds investis uniquement sur la France ou sur d'autres régions ou pays européens ; ou avec une spécialisation sur un secteur comme le numérique ou les énergies renouvelables. Cette tendance à la spécialisation devrait s'accroître et des nouvelles thématiques devraient émerger.

Jean-Christel Trabarel : Nous notons en effet une plus grande spécialisation des fonds avec de plus en plus de segmentation qu'il s'agisse de fonds « super core » jusqu'à « value added », de fonds sectoriels, de fonds géographiques, de fonds de long terme. Cette

spécialisation constitue l'une des réponses des gérants au fait qu'il y ait de plus en plus de capitaux levés et des besoins importants. L'infrastructure a également tendance à se renouveler en termes de thématique. Par exemple, nous avons récemment assisté à des acquisitions par des fonds d'infrastructure d'un important groupe de campings en France ou d'une chaîne de 120 pharmacies en Italie. Certains fonds d'infrastructure « value added » rachètent ainsi de plus en plus souvent des participations à

La classe d'actifs est maintenant devenue mature, ce qui explique la tendance à la spécialisation.

des fonds de capital-investissement classiques, ou sont en concurrence face à des fonds de LBO. Le périmètre des infrastructures continue de s'élargir.

Mounir Corm : La classe d'actifs est maintenant devenue mature, ce qui explique la spécialisation. Certains gérants se revendiquent comme des spécialistes du « value added » et dans ce cas, ils élargissent largement le périmètre et la définition des infrastructures pour aller plutôt sur le segment du capital-investissement classique, ce qui n'est pas le cas des investisseurs dits « core ». Les stratégies ne sont pas les mêmes dans le premier cas, les gérants recherchent des rendements élevés à travers notam-

ment des plus-values à court terme alors que dans le second, ils sont plutôt concentrés sur des actifs traditionnels, même si la spécialisation est possible, d'un point de vue géographique par exemple. Enfin, la dernière catégorie relève des fonds globaux, d'une très grande taille. L'investissement dans la classe d'actif infrastructure reste le plus souvent centré sur une approche de long terme avec une recherche de rendement régulier.

Gilles Garnier : Du point de vue de l'investisseur, il est important de structurer le portefeuille de façon diversifiée en analysant les spécialisations et les risques. De cette façon, nous pouvons construire des portefeuilles équilibrés et donc résilients, ce qui accroît au final notre capacité d'investissement. Le marché français est bien organisé avec de nombreuses sociétés de gestion spécialisées. S'il était a contrario organisé comme aux États-Unis ou en Australie avec des méga-fonds, nous n'aurions pas la même capacité à déployer des capitaux de façon optimale.

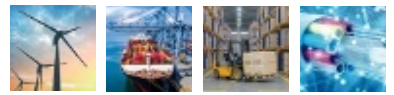
Quels sont les risques liés à la concentration ?

Mounir Corm : La taille des transactions, tout comme les niveaux de levier, poussent les valorisations à la hausse. Les grands fonds avec une logique value-added/capital-investissement ont eu tendance à augmenter le levier afin de pouvoir conserver la même espérance

de rentabilité et remporter ainsi les appels d'offres. D'autres ont renforcé le levier en multipliant les investissements sur des actifs relativement sûrs afin d'optimiser le rendement, mais en accroissant substantiellement le niveau de risque, et d'après nous, cette stratégie n'est pas pertinente. Elle accroît au contraire le risque notamment en cas de choc, même si les actifs sous-jacents sont résilients, et conduit à une augmentation des valorisations.

Antonio Botija : Les fonds de capital-investissement spécialisés dans les infrastructures possèdent généralement une durée de vie de 10 à 12 ans voire 25 ans et ils se concentrent davantage sur le TRI (taux de rentabilité interne) que sur le rendement, ce qui a pour conséquence d'augmenter le niveau de levier. Les investisseurs doivent veiller à ce que la structure de financement permette de faire face aux risques.

Gilles Garnier : En tant qu'investisseur institutionnel, notre construction de portefeuille repose sur la diversification et le contrôle des risques. Certes, l'an dernier, nous avons réalisé toute une batterie de stress tests, y compris sur cette classe d'actifs, en portant une attention particulière aux effets de levier présents dans les fonds et les investissements détenus. À l'issue de ces tests, cette classe d'actifs s'est révélée particulièrement résiliente. La crise a par ailleurs montré que les infrastructures peuvent évoluer de façon différenciée. Certains



JÉRÔME LEYVIGNE

**MANAGING DIRECTOR,
BLACKROCK INFRASTRUCTURE SOLUTIONS (BIS)**

Jérôme Leyvigne dirige l'équipe BIS à Londres. Jérôme Leyvigne a plus de 20 ans d'expérience dans le secteur des infrastructures. Avant de rejoindre BlackRock, il était senior investment professional chez Swiss Re Private Equity Partners, spécialiste des investissements en infrastructure, il a également collaboré au département finance/secteur privé de la Banque mondiale à Washington DC et à Bruxelles, ainsi qu'au ministère français de l'Équipement et à la mission commerciale française à São Paulo, au Brésil. Jérôme Leyvigne est titulaire d'un diplôme d'ingénieur civil de l'École nationale des travaux publics de l'État, d'un master en management de l'Université de New York et d'un MBA de l'INSEAD.

« La compréhension des risques, notamment de concentration et d'effets de levier dans les sous-jacents, est un élément essentiel de la construction de portefeuille. »

domaines comme le transport ont été impactés négativement, d'autres positivement comme le digital qui a été porté par les perspectives de réorganisation des modes de commercialisation et plus généralement de l'économie. Diversifier les portefeuilles et répondre aux besoins fondamentaux des populations dans la durée, ces deux paramètres permettent de structurer des portefeuilles efficaces sur le moyen terme et c'est vraiment ce que nous recherchons.

Jérôme Leyvigne : La compréhension des risques, notamment de concentration et d'effets de levier dans les sous-jacents, est un élément essentiel de la construction de portefeuille. Chez BlackRock nous avons l'avantage de bénéficier du travail effectué par notre équipe de risque et d'analyse quantitative (risk and quantitative analysis). Cette équipe, qui est totalement indépendante, décompose nos portefeuilles ligne à ligne et s'assure que chaque nouvel investis-

sement contribue à diversifier les risques, qu'ils soient monétaires, réglementaires ou greenfield (dans des infrastructures en construction) par exemple, et ainsi à réduire la volatilité. Notre objectif est autant que possible de décorréler les risques et d'éviter que les investissements ne soient impactés de façon simultanée par des événements externes. Et il y en a eu beaucoup depuis que notre équipe a été créée en 2008, qu'il s'agisse de la crise financière, la crise de l'euro, du contre-choc pétrolier de 2014-2016 et enfin de la crise sanitaire. En termes de construction de portefeuille, cela signifie que nous évitons de posséder deux co-investissements dans le même secteur et le même pays. Cela implique aussi de ne pas accorder une position majeure et disproportionnée à un investissement et cela quel qu'il soit. En somme, nous préférons perdre en matière de valorisation par rapport au marché et nous assurer une bonne protection à la baisse.

Y a-t-il une différence importante de valorisation au sein des actifs ?

Jérôme Leyvigne : Les valorisations restent élevées, particulièrement pour les actifs les plus core. Dans les énergies renouvelables, nous observons également une compression des taux de rendements internes des acheteurs à la fois dans le cadre des actifs opérationnels et de ceux en voie de construction. Le premium (ou prime) lié au risque de construction, qui était élevé il y a encore quelques années, a fortement baissé. Cela amène les gérants à investir tout autant dans les développeurs et que dans les actifs. On assiste également à une hausse assez importante des valorisations dans le secteur des infrastructures digitales. Quand des portefeuilles de tours de télécommunication étaient acquis à des multiples d'Ebitda d'environ 18 fois il y a trois à quatre ans, ils se situent plutôt maintenant à 22 à 25 fois l'Ebitda. Ce n'est

pas étonnant, à titre de comparaison le leader européen des tours de télécommunications, Cellnex, est coté à 27 fois l'Ebitda.

Jean-Christel Trabarel : La plus grande segmentation des fonds permet en partie de gérer ces hausses de valorisation des actifs. Car les attentes de rendement en TRI ou cash yield ne sont pas les mêmes entre des fonds super core qui sont généralement d'une durée de 20 ans ou plus, avec des rendements annuels cibles de 7 à 8 % net dont un cash yield net de 5 % par an, et des fonds value added sur 10-12 ans qui ciblent davantage du 12 à 15 % net par an. Les fonds core/core+ vont viser eux du 10 % à 12 % net par an avec 4 % de cash yield post-période d'investissement. Les frais de gestion ne sont également pas les mêmes entre ces différents types de fonds. Plus les fonds sont longs et core, et plus les frais de gestion sont réduits. Les écarts de taux de frais de gestion peuvent être du simple au double.

« Les allocations dans les infrastructures des institutionnels en France et plus généralement en Europe restent encore généralement relativement mineures par rapport à d'autres pays comme le Canada ou encore l'Australie. »



Antonio Botija est responsable de l'origination, de la recherche et de l'exécution des investissements pour le compte des portefeuilles mondiaux d'infrastructures, y compris la stratégie European Sustainable Infrastructure chez Columbia Threadneedle. Avant de rejoindre le groupe, Antonio a travaillé chez Hastings Funds Management en tant que directeur des investissements et précédemment chez Infracapital Partners. Il a également travaillé au sein de l'équipe dédiée aux investissements dans les infrastructures d'UBS à Londres (infrastructures et transports) et chez Alpha Corporate. Il est titulaire d'un BSc en droit et d'un BSc en gestion d'entreprise de l'Universidad Pontificia Comillas, ICADE en Espagne, ainsi que d'un MBA obtenu à l'INSEAD et d'un CFA.

ANTONIO BOTIJA

RESPONSABLE DE L'ORIGINATION ET DES INVESTISSEMENTS EN INFRASTRUCTURE, COLUMBIA THREADNEEDLE

Quelles sont les allocations des investisseurs institutionnels dans cette classe d'actifs ?

Gilles Garnier : Actuellement, les actifs réels représentent entre 10 % et 20 % de notre allocation d'actifs et cette proportion est amenée à augmenter dans les mois et les années à venir comme pour la plupart des investisseurs institutionnels.

Jean-Christel Trabarel : De façon générale, les institutionnels sont en effet en train d'accroître leurs allocations dans les actifs réels et consacrent une part grandissante aux infrastructures. Par ailleurs, dans la majorité des cas, ils privilégient les investissements en actions non cotées plutôt qu'en dette pour investir sur cette classe d'actifs. Les tailles de ticket de souscriptions des investisseurs institutionnels dans les fonds d'infrastructure ont également tendance à croître significativement ces dernières années. Pour déployer davantage en infrastructure, les institutionnels pré-

fèrent augmenter leur taille de tickets plutôt que de multiplier les relations d'affaires.

Antonio Botija : Les allocations dans les infrastructures des institutionnels en France et plus généralement en Europe restent encore généralement relativement mineures par rapport à d'autres pays comme le Canada ou encore l'Australie où les investisseurs sont présents de longue date dans cette classe d'actifs. La marge de progression est donc encore importante notamment si on compare avec les autres actifs réels comme l'immobilier ou le capital-investissement qui sont davantage développés dans les portefeuilles institutionnels.

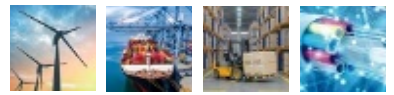
Jean-Christel Trabarel : Parmi les actifs alternatifs, les infrastructures sont parmi les plus récentes, elles ont commencé à se développer bien après l'immobilier, le capital-investissement ou même la dette privée. Il y a quelques années en France, en dehors des très grands investisseurs

institutionnels comme la CNP, Sogecap et Cardif, les institutionnels étaient globalement des néophytes sur la classe d'actifs. En dix ans, le changement a été très important, la plupart des acteurs ont mené un travail conséquent pour s'approprier cette classe d'actifs, et développer des expertises en interne de sélection et de construction de portefeuille. Ils savent maintenant précisément et de façon assez fine sur quels segments se positionner, lesquels renforcer, etc. Il reste encore à rattraper en termes d'allocation les niveaux rencontrés dans des pays plus matures sur le sujet comme ceux précédemment cités.

Jérôme Leyvigne : Il y a de cela encore quelques années, les investisseurs institutionnels avaient tendance à allouer 2-3 % de leur portefeuille aux infrastructures privées. Nous nous situons maintenant à des allocations en moyenne autour de 5 % voire au-delà. La plupart des investisseurs possèdent une poche dédiée à la classe d'actifs avec un objectif propre.

Quelles structures de fonds sont-elles les plus optimales pour les institutionnels ?

Jérôme Leyvigne : Notre expérience depuis plus de dix ans démontre que l'association d'investissements dans des fonds et des co-investissements est la solution idéale pour les investisseurs institutionnels. Les fonds permettent de diversifier le portefeuille et de réduire considérablement la volatilité en termes de performance. Une étude de l'Edhec a démontré qu'il fallait au moins 50 actifs sous-jacents dans un portefeuille pour réduire la volatilité à un niveau inférieur à 10 %. Plus le nombre d'actifs augmente, plus les risques idiosyncrasiques baissent et, par là même, la volatilité. Les co-investissements, quant à eux, jouent un rôle essentiel dans l'optimisation d'un portefeuille et dans la performance. Les capitaux sont déployés rapidement, répondant ainsi à une considération critique pour de nombreux investisseurs, avec la possibilité de



se focaliser sur des géographies ou des secteurs spécifiques (par exemple pour combler un vide dans un portefeuille ou mettre l'accent sur des actifs avec un impact positif important). L'investisseur change de dimension. Il n'investit plus dans des « blind pools », c'est-à-dire à l'aveugle, mais sélectionne et souscrit lui-même les actifs sous-jacents. Cela demande bien sûr des ressources et des capacités internes importantes. Idéalement l'investisseur devrait garder un taux d'investissement de 5 % à 6 % pour les co-investissements, ce qui revient à sourcer 100 opportunités par an pour réaliser cinq à six investissements seulement. Ce n'est possible que si l'on dispose d'un réseau important de gérants et si l'on est en mesure de participer à des processus compétitifs dans le cadre d'appels d'offres. Comme les co-investissements sont souvent accessibles sans payer de frais de gestion ou de performance, les bénéfices pour les investisseurs sont énormes. Ils leur permettent de générer une performance supérieure et de réduire leur courbe en J (pour autant qu'ils aient suivi un processus strict d'origination et de souscription).

Antonio Botija : Chez Columbia Threadneedle, nous disposons d'un fonds « evergreen » que nous considérons comme optimal pour les investissements en infrastructure. Cette stratégie consiste à acheter des actifs et à les conserver en portefeuille sans limite de temps. Dans la mesure où notre fonds est perpétuel, nous ne sommes pas obligés de céder des actifs. Les gérants ne sont ainsi pas contraints en termes de déploiement de capitaux ou de cessions. Nous pouvons investir en permanence. Cette structure est différente des fonds de

capital-investissement classique avec une durée de vie de 10 à 12 ans, dans lesquels le gérant commence à partir de quatre ans à réfléchir à la façon dont il va sortir des actifs.

Gilles Garnier : La réforme de la directive Solvabilité 2, c'est-à-dire l'ensemble de règles fixant le régime de solvabilité applicables aux entreprises d'assurances dans l'Union européenne, considère deux types de détention longue. La première concerne l'assurance vie au travers de laquelle le produit financier appartient à l'assuré. Ce dernier porte le risque. Dans cette perspective, notre objectif est de produire un rendement annuel satisfaisant et cela nous pousse à nous focaliser sur des actifs qui génèrent un loyer et/ou un rendement annuel. En revanche, dans le cadre de l'activité de prévoyance ou encore dans celui de la retraite, nous sommes certes face aux mêmes contraintes de distribution, c'est-à-dire que nous devons délivrer un rendement annuel et/ou une rente, mais nous devons aussi considérer l'inflation. En effet, nous sommes alors face à des engagements de passifs à long terme qu'il s'agit de protéger. Nous sommes donc à la recherche de ces deux moteurs. La stratégie ever ended peut nous intéresser dans certains cas, dans la mesure où elle permet de répondre à certaines de nos problématiques spécifiques.

Mounir Corm : La problématique est plus générale, elle concerne la durée de vie des investissements et des fonds. Chez Vauban, nous considérons les infrastructures comme des actifs de long terme. Nous avons commencé en 2015 à proposer des fonds d'une durée de vie de 25 ans investis sur l'Europe. Il est plus pertinent

d'offrir des fonds à très long terme sur cette classe d'actifs car il s'agit de services essentiels qui doivent s'inscrire dans une approche durable et soutenable. Sur le marché anglo-saxon, en Grande-Bretagne par exemple dans les années 1990 et les années 2000, des fonds souverains ont réalisé des plus-values à court terme sur des actifs essentiels au détriment des besoins à long terme. Depuis, les acteurs privés souffrent d'un déficit de légitimité dans le domaine des infrastructures. Nous sommes très vigilants sur ces aspects. Nous considérons qu'investir dans une optique de long terme permet d'aligner les temporalités et les intérêts des parties prenantes. Avant de réaliser une opération, nous entretenons un dialogue avec les usagers, les contreparties publiques,

Les grands souscripteurs dans les fonds d'infrastructure ont toujours eu beaucoup d'appétit pour co-investir au côté des fonds dans lesquels ils souscrivent.

des industriels, les créanciers seniors, les régulateurs... en bref, l'ensemble des parties prenantes dans le but de tous nous aligner sur le long terme et de créer de la valeur durable et partagée. Cette vision de long terme est en train de gagner du terrain et de gagner en pertinence dans le cadre des approches « core infra » ; elle permet de se distinguer des approches « value added » qui cherchent à maximiser le TRI sur une période plus courte. Du côté du passif des fonds, la régulation incite les investisseurs institutionnels à allouer les passifs longs sur des actifs longs. Les infrastructures

permettent cette adéquation et sont pertinentes pour les compagnies d'assurances qui sont soumises à la réglementation Solvabilité 2. Nous nous inscrivons, dans ce cadre, dans les mécanismes qui permettent de réduire le coût en capital de ces investissements pour les assureurs.

Jean-Christel Trabarel : Concernant le co-investissement, les grands souscripteurs dans les fonds d'infrastructure comme les fonds de pension ou les fonds souverains ont toujours eu beaucoup d'appétit pour co-investir au côté des fonds dans lesquels ils souscrivent. Les gérants de fonds d'infrastructure structurent aujourd'hui de plus en plus de « sidecar » véhicule, pour proposer à l'ensemble de leurs souscripteurs d'accéder à ces co-investissements, et ainsi se surexposer à certains actifs du fonds, tout en bénéficiant des frais réduits.

Le format Eltif est-il aussi pertinent notamment pour s'adresser à des investisseurs particuliers ?

Jérôme Leyvigne : Les Eltif constituent un outil essentiel pour la création d'un patrimoine de long terme et la préparation à la retraite. Les infrastructures sont des actifs de long terme de par leur nature même. Le viaduc de Millau possède par exemple une garantie structurelle de 120 ans, ce qui veut dire qu'il reste plus de 100 ans de flux de trésorerie. Ces flux sont souvent indexés sur l'inflation et offrent des rendements réguliers. La crise sanitaire a également démontré la résilience de la classe d'actifs, particulièrement en Europe où les investissements en infrastructure sont plus variés qu'en Amérique du

Nord et l'exposition aux pipelines de pétrole et de gaz est plus faible. Etant donné que les Eltif investissent principalement en Europe, ils présentent un profil de risque intéressant pour les investisseurs avec une bonne protection à la baisse. Enfin, nous considérons que les investissements dans les infrastructures vont jouer un rôle majeur dans la reprise économique post-Covid. Les Etats veulent profiter des plans de relance notamment pour accélérer la transition énergétique et améliorer la couverture des télécommunications. Pour les particuliers, cela signifie qu'en investissant dans les Eltif, ils marient à la fois un rendement intéressant et un impact positif. C'est pour l'ensemble de ces raisons que BlackRock possède une stratégie en infrastructure au format Eltif.

Mounir Corm : Nous avons aussi lancé un fonds au format Eltif, c'était l'un des tout premiers de la place : BTP Impact Local. Il investit dans les infrastructures locales de petite taille à travers et aux côtés des PME françaises, avec une durée de vie de 35 ans. Le format Eltif constitue une initiative intéressante, mais qui comporte un certain nombre de complexités de gestion, pas nécessairement adaptées à notre secteur d'activité. Je crois davantage dans les aménagements de la directive Solvabilité 2 afin de développer la classe d'actifs. Par ailleurs, sans recourir au format Eltif, nous avons réussi à lever plusieurs milliards d'euros sur nos stratégies « core infrastructure », avec des durées de vie à 25 ans.

Gilles Garnier : L'Union européenne ne peut lancer des plans de relance de plusieurs centaines de milliards d'euros sans un accompagnement des

conditions d'investissement des investisseurs institutionnels. L'investissement dans des fonds de capital-investissement spécialisés en infrastructure doit être accompagné d'aménagements réglementaires. Les fonds Eltif constituent une bonne initiative, mais elle est limitée d'un point de vue opérationnel. Certains aspects de la directive Solvabilité 2 pourraient être revus de façon bénéfique car la hiérarchie en matière de risques financiers a été bouleversée par la pandémie, en faisant notam-

Le ticket d'entrée est bien plus élevé dans les fonds infrastructures que dans l'immobilier ou le capital-investissement.

ment remonter fortement le poids relatif du risque de taux. En ce qui concerne les particuliers, nous possédons une activité en matière d'épargne et avons acquis un savoir-faire en tant qu'investisseurs dans les infrastructures qui constituent un secteur connexe à la profession du BTP. Nous souhaitons être précurseurs dans ce domaine et pouvoir proposer un jour ce type d'investissement aux particuliers dans un format correspondant à leurs pratiques d'épargne, mais cela semble aujourd'hui encore complexe. Une intervention du régulateur serait bienvenue afin d'ouvrir ce marché aux particuliers.

Mounir Corm : Dans le monde du capital-investissement, la distribution de produits aux particuliers commence à se développer, mais dans le cadre des investissements en infras-

tructures, il y a des conditions de liquidité supplémentaires à gérer. Malgré tout, nous constatons que sur le segment du family office et de la gestion de fortune, les conseils commencent s'intéresser à cette classe d'actifs. Dans le domaine des unités de compte (UC) en assurance vie, c'est une proposition en progression. Il s'agit d'un marché particulièrement intéressant pour les particuliers car ils peuvent par ce biais investir dans leur quartier, leur stade, et plus généralement dans les infrastructures du quotidien.

Antonio Botija : Nous essayons de faire référencer des fonds auprès des compagnies d'assurances. Mais il est important de souligner aussi que le ticket d'entrée est bien plus élevé dans les fonds infrastructures que dans l'immobilier ou le capital-investissement. Cette classe d'actifs n'est donc pas à la portée de tous les particuliers et cela d'autant plus que la liquidité est très réduite. Ces produits s'adressent de ce fait plutôt davantage à des family offices qu'à de grands réseaux de distribution. Cependant, il est vrai que la banque privée est en train de développer des structures qui facilitent l'accès de clients « retail » aux fonds d'infrastructure, lequel n'est généralement pas aisé.

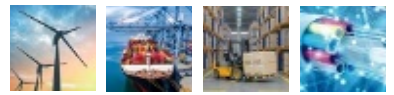
Jean-Christel Trabarel : Les initiatives à destination des particuliers sont encore très limitées. Le groupe Primonial a lancé une offre dans le cadre d'un fonds en euro avec une partie dédiée aux infrastructures. Nous pouvons aussi citer un multi-family office qui s'appête à lancer d'ici la fin de l'année un fonds de fonds qui investit dans des fonds d'infra equity. Mais il y a encore très peu d'offres car les rendements sont inférieurs

à ce que proposent les fonds de capital-investissement. Dans les banques privées, l'offre de fonds d'infrastructure représente globalement moins de 20 % de celle des fonds de LBO. L'autre raison tient au fait que les canaux de distribution ne maîtrisent pas suffisamment cette classe d'actifs. Un important travail de pédagogie est nécessaire.

Gilles Garnier : Dans les études que nous avons réalisées auprès des épargnants, les infrastructures sont davantage comparées à l'immobilier en termes de profil de rendement/risque qu'au capital-investissement.

Les conditions financières pourraient évoluer, quelles conséquences pour les investissements en infrastructure ?

Mounir Corm : Nous vivons dans un monde d'incertitude, il est donc difficile de prévoir l'évolution des taux d'intérêt comme celle de l'inflation. Mais il est certain que tant que nous possédons une vision de long terme, les portefeuilles sont naturellement couverts vis-à-vis des retournements de cycle. Ainsi, si les taux d'intérêt augmentent ou encore si l'inflation augmente, nous verrons – comme l'a très bien dit Warren Buffett – « ceux qui restent nus après le retrait de la marée ». Tous les fonds qui ont généré de la valeur en s'appuyant uniquement sur la bulle générée par la baisse des taux d'intérêt seront en difficulté, tandis que tous les fonds investissant avec une optique de long terme et qui apportent véritablement une valeur ajoutée devraient bien s'en sortir. Par ailleurs, comme nous nous situons dans une optique de long terme, les contrats conclus prévoient une



Si la classe d'actifs réputée « sans risque » change complètement de catégorie et devient à risque, le mouvement de rééquilibrage des portefeuilles institutionnels vers les actifs réels va se poursuivre, voire se renforcer. »



La direction des investissements du groupe PRO BTP assure l'ensemble de la fonction ALM du groupe. Elle a également en charge le pilotage de la solvabilité des institutions du groupe (GSE, mandats de gestion, quantification et suivi des risques financiers, bilans économiques et SCR marché, etc.).

Gilles Garnier possède plus de 20 ans d'expérience dans la gestion d'actifs et en banque d'investissement. Avant d'intégrer Pro BTP, il a notamment travaillé chez Cardif et dans le cadre du trading pour compte propre chez BNP Paribas et à la Société Générale.

GILLES GARNIER

DIRECTEUR DES INVESTISSEMENTS PASSIFS ET ACTIFS, PRO BTP

indexation des revenus sur l'inflation. De plus, les financements utilisés sont à long terme. Dans ce contexte encore, la classe d'actifs devrait démontrer sa capacité de résilience, ce qui devrait encore pousser les investisseurs à la sélectionner.

Jérôme Leyvigne : Dans la plupart des cas, les infrastructures constituent un rempart contre l'inflation, mais cela dépend du contexte concurrentiel et des contrats en vigueur. La majeure partie des actifs en concession, tels que les réseaux d'eau et les autoroutes, disposent de contrats indexés sur l'inflation ou sur l'indice des prix à la consommation. Par contre, il existe un nombre important de secteurs ou d'actifs qui n'offrent pas de protection contre l'inflation. Les prix unitaires des centres de données (data centers) enregistrent une baisse régulière au fur et à mesure que le secteur se développe. Cette baisse des prix est cependant compensée par la croissance exponentielle de la demande. Dans le secteur de

la production énergétique, nous constatons qu'il existe de moins en moins de contrats d'achat d'électricité ou alors, une fois ces contrats arrivés à échéance, les revenus deviennent purement marchands. Comme on l'a vu dans de nombreux marchés, les prix de l'électricité ont eu tendance à baisser plutôt qu'à augmenter. C'est pourquoi je ne classerais pas les centrales électriques commerciales dans la classe d'actifs infrastructure.

Antonio Botija : Les catégories que le marché utilise de manière générale à savoir : core, core+, value added s'appuient sur les sous-jacents. Les autoroutes sont considérées comme core et les data centers comme value added, mais nous devons aussi nous intéresser aux particularités de chaque actif. Si on prend l'exemple des data centers, ils correspondent à la catégorie value added, mais il existe des data centers qui sont loués à travers des contrats de long terme et dans ce cadre, ils apportent aussi une protection contre l'inflation à la différence d'un data center

qui ne ferait pas encore l'objet d'un contrat de location. Il faut vraiment regarder dans le détail et connaître les mécanismes de protection intégrés dans les contrats. Ceux-ci pouvant être différents selon les sociétés de gestion. Les caractéristiques intrinsèques des actifs peuvent nous permettre de savoir s'ils apportent une protection contre l'inflation ou encore contre une hausse d'actifs d'intérêt.

Gilles Garnier : Nous nous situons actuellement dans une dynamique économique particulière qui relève schématiquement d'une économie administrée. La fixation des taux d'intérêt dépend aujourd'hui de l'ampleur des plans de relance budgétaire qui doivent être ensuite monétisés par la Banque centrale européenne (BCE). Pour sortir de cette phase, il y a deux possibilités : soit les autorités monétaires vont continuer à contrôler le niveau des taux d'intérêt et permettre une remontée très progressive des taux nominaux en lien avec l'inflation. Une telle conjoncture

est parfaite pour les infrastructures car ces dernières peuvent alors apporter une protection réelle contre l'inflation. Elles apportent de plus cette protection dans un contexte où il n'y a pas d'alternative, les taux nominaux restant bas et sous contrôle, tandis que la remontée de l'inflation va se traduire par une revalorisation du rendement. Si en revanche, les rigoristes européens reprennent la main sur la politique de la BCE et que les taux d'intérêt réels augmentent, alors l'intérêt de la classe d'actifs sera amoindri. Cependant, il ne faut pas oublier que l'essentiel des portefeuilles des investisseurs institutionnels est obligataire ; l'impact d'une hausse des taux d'intérêt réels sera bien plus important sur l'obligataire que sur les actifs réels et notamment en matière de financement d'infrastructure. Si la classe d'actifs réputée « sans risque » change complètement de catégorie et devient à risque, le mouvement de rééquilibrage des portefeuilles institutionnels vers les actifs réels va se poursuivre, voire se renforcer.

■ La durabilité et l'environnement au cœur des projets

La durabilité passe-t-elle essentiellement par des investissements dans les infrastructures vertes ou doit-elle être envisagée plus largement ?

Mounir Corm : L'intégration des critères ESG dans la gestion des infrastructures constitue un mouvement qui a déjà commencé il y a plusieurs années et il devrait s'accroître. Nous l'avons déjà souligné, les plans de soutien en Europe sont l'un des éléments moteurs des transactions dans cette classe d'actifs. Il ne s'agit pas seulement de construire de nouveaux actifs, mais aussi de transformer des anciens. Il n'est pas nécessaire dans ce cadre de réaliser des investissements massifs – pas seulement des éléphants blancs – mais aussi des investissements plus petits – granulaires – plus adaptés aux besoins de changement. La réglementation milite aussi à la fois pour l'intégration des critères ESG et pour les investissements « verts ». Il suffit de citer le règlement SFDR qui s'applique depuis le mois de mars en Europe ou encore le nouveau règlement de l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui vise à s'assurer que les gérants ne fassent pas de « greenwashing » ou d'« ESG washing ». Les fonds doivent s'inscrire dans de nouvelles catégories et les gérants doivent démontrer que leur processus et leur portefeuille répondent bien à la catégorie annoncée avec un niveau de reporting suffisant. Chez Vauban, nous avons classé nos fonds Core Infrastructure Fund en catégorie 8, la deuxième

plus élevée, démontrant ainsi notre ambition dans le domaine. Cette évolution est très saine. La thématique durable ou la thématique verte étant à la mode, elles peuvent être utilisées d'un point de vue marketing. Il faut donc s'assurer qu'il y a une réalité derrière les termes énoncés. La taxonomie constitue aussi un nouveau cadre réglementaire important car elle va permettre de qualifier les transactions. Il existe encore des débats autour de cette nomenclature ; à titre d'exemple, la France tente de faire inscrire dans celle-ci le

**Plus de 50 %
des fonds possédant
le label Greenfin en
2019 étaient des fonds
d'infrastructure.**

nucléaire qui émet très peu de carbone en comparaison à d'autres sources d'énergie. Cette nomenclature possède de vrais enjeux en termes d'allocation car elle peut permettre à terme d'économiser des fonds propres.

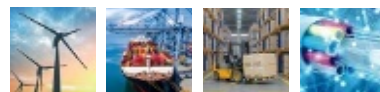
Antonio Botija : La taxonomie constitue un instrument efficace pour qualifier les investissements verts. A titre d'exemple, un fonds infrastructure qui relève de la taxonomie ne pourra pas investir dans un actif lié à l'extraction ou à la distribution de pétrole. Elle permet ainsi d'éviter le greenwashing. Pour autant, il faut prendre garde aux interprétations qui peuvent être différentes selon les pays. Plus généralement, d'après nous, il est important de ne pas limiter les investissements durables à la problématique environ-

nementale, mais de l'ouvrir à l'ensemble des critères ESG afin de ne pas oublier certains secteurs. A titre d'exemple, les aéroports régionaux jouent un rôle essentiel dans l'économie d'une zone. Ils sont détenus en Europe principalement par des gérants d'actifs. Nous pouvons par ce biais jouer un rôle essentiel dans le soutien aux économies locales et dans la réduction de l'empreinte carbone. Autre exemple : j'ai déjà cité l'investissement que nous avons réalisé dans une compagnie de ferries. Ce type d'investissement peut permettre de réduire l'empreinte carbone dans un secteur important en termes d'émissions, à savoir le transport maritime, qui représente 6 % de la demande mondiale de pétrole. Si plusieurs compagnies maritimes adoptent un plan de décarbonation, elles peuvent alors influencer l'ensemble du secteur.

Jean-Christel Trabarel : Il existe de nombreux labels dédiés aux fonds infrastructures qui sont utilisés de longue date par les gérants et qui intègrent l'ensemble des critères ESG. Citons en France Greenfin, qui comme son nom l'indique est le label de la finance verte. Plus de 50 % des fonds labellisés en 2019 étaient des fonds d'infrastructure. Au niveau international, le label GRESB Infrastructure est répandu. Il permet de définir un cadre commun d'analyse et de comparer les fonds entre eux sur un plan ESG. A cela s'ajoute de plus en plus souvent l'adoption par les sociétés de gestion des UN PRI, les principes de l'ONU pour le développement durable. Les fonds infrastructure sont

d'avantage à la pointe des sujets ESG que l'ensemble des fonds de capital-investissement car les actifs sont par nature pérennes, durables et dédiés au bien-être collectif. Pour autant, les investisseurs institutionnels ont un vrai rôle à jouer pour continuer à challenger les gérants sur ces sujets.

Gilles Garnier : L'analyse ESG est stratégique pour nous. Nous avons structuré dans notre portefeuille une sous-classe d'actifs dédiée à la transition énergétique. Nous avons aussi intégré les critères ESG et le calcul d'indicateurs d'impact pour l'ensemble du portefeuille. Nous accompagnons cette évolution du marché et de la réglementation de façon volontariste. Nous avons accueilli les nouvelles réglementations européennes, notamment la taxonomie, avec beaucoup de satisfaction car celle-ci est très structurante pour les investisseurs institutionnels. Elle constitue par ailleurs une première étape avant d'ouvrir ce type d'investissements aux particuliers. La taxonomie doit être dans un premier temps comprise par les investisseurs institutionnels et intégrée dans la construction de portefeuille pour ensuite entrer dans la pratique décisionnelle. L'étape suivante consistera à ouvrir aux particuliers des fonds qui proposeront un fléchage précis des investissements. De cette façon, tout un chacun en Europe pourra orienter son impact vers les investissements qui recoupent ses choix et valeurs personnels. Je suis persuadé qu'il s'agit d'une évolution majeure des sociétés européennes.



**JEAN-CHRISTEL
TRABAREL**

**ASSOCIÉ GÉRANT –
FONDATEUR DE JASMIN
CAPITAL**

« Les fonds infrastructure sont davantage à la pointe des sujets ESG que l'ensemble des fonds de capital-investissement car leurs actifs sont par nature pérennes et durables. »

Jérôme Leyvigne : Comme indiqué précédemment, les plans d'investissement vont offrir des opportunités importantes pour les investisseurs en infrastructure. Toutes les annonces vont dans ce sens. Aux Etats-Unis, il y a une convergence entre le plan du gouvernement qui fait la part belle à la lutte contre le réchauffement climatique et la détermination des investisseurs de placer la durabilité au cœur de leurs stratégies d'investissement. C'est une chance unique qui laisse à penser que ce plan a plus de chances de succès que ceux lancés par les administrations précédentes. En Europe, la transition énergétique, qui avait commencé par le biais des énergies renouvelables, des réseaux de chaleur et des compteurs intelligents, s'est étendue aux bornes de recharge pour véhicules électriques et à l'hydrogène vert. Ce dernier domaine est encore relativement précoce, mais il est amené à changer la classe d'actifs définitivement et durablement. Cette tendance est également portée par les nouvelles réglementations européennes. Ces dernières définissent une taxonomie et un cadre précis, qui vont transformer les objectifs d'investissement des investisseurs institutionnels européens.

Nous anticipons une demande accrue pour des fonds classés « Article 8 ». En revanche, cette nouvelle nomenclature aura une incidence plus importante sur le processus d'investissement et l'intégration des critères ESG que sur la nature des actifs à proprement parler.

Existe-t-il des spécificités dans l'analyse ESG de cette classe d'actifs ?

Mounir Corm : Dans les sujets ESG dans le domaine des infrastructures, les gérants ont l'habitude de se focaliser sur le critère environnement. Pourtant, les critères sociaux et de gouvernance sont tout aussi importants. En effet, il s'agit avant tout de financer des activités essentielles, et donc du lien social. Par ailleurs, les infrastructures s'insèrent dans un territoire et sont en lien avec les décideurs locaux et plus généralement avec un grand nombre de parties prenantes. Le premier facteur de succès d'un investissement dans les infrastructures consiste ainsi à aligner l'intérêt des différentes parties prenantes et leur satisfaction. Prenons l'exemple du projet de construction de l'aéroport à Notre-Dame-des-Landes, il n'y a pas eu d'alignement d'intérêt des

différentes parties prenantes. Ce projet a soulevé un problème de gouvernance qui l'a empêché de se réaliser. Si on prend l'exemple d'un hôpital, d'une université, d'un réseau de chauffage, etc., la qualité de l'actif doit être bonne, mais il faut aussi être attentif au fait qu'il y a des usagers et un donneur d'ordres. Ce dernier est souvent un acteur public qui finance une installation ou sa rénovation et il y a des usagers qui participent ou non au financement et qui peuvent afficher d'autres objectifs que le donneur d'ordres. Cette analyse des parties prenantes est centrale et suppose d'avoir de l'expérience, des compétences et surtout une vision de long terme. Il est souvent nécessaire, dans ce type d'investissement, de faire des arbitrages entre le court terme et le long terme. Les gérants ne doivent surtout pas se focaliser uniquement sur l'intérêt actionnarial à court terme, sinon, ils peuvent perdre toute légitimité. Pour éviter cet écueil, il est impératif encore une fois de se focaliser sur une approche de long terme et de faire en sorte que le projet s'insère bien dans un territoire et contribue à la vie économique locale. A titre d'exemple, nous sommes attentifs à ce que les sociétés de projet dans

lesquelles nous investissons allouent un budget annuel à des actions d'insertion sociale dans le territoire où elles se trouvent. Une société d'autoroute, par exemple, doit être un employeur local.

Jérôme Leyvigne : Il existe plusieurs niveaux de compréhension de la durabilité. Si nous nous plaçons au niveau macroéconomique voire global, en prenant par exemple comme référence les accords de Paris, alors la durabilité passe par des investissements dans les infrastructures vertes. Si nous nous plaçons au niveau de l'actif, la durabilité prend une autre dimension. Il s'agit alors de s'assurer que l'actif applique les meilleurs standards ESG, qu'il est durable dans le temps (avec par exemple une bonne résilience contre les externalités négatives liées au changement climatique), et enfin qu'il contribue à un ou plusieurs des objectifs de développement durable des Nations Unies. Notre conviction est que les actifs durables vont générer des rendements supérieurs pour les investisseurs. ■

Propos recueillis par
Sandra Sebag
@sebagsandra1

L'actualité des sociétés

Columbia Threadneedle Investments pionnier sur les stratégies d'infrastructure « evergreen » durables en Europe sur le segment des cibles de taille moyenne

Columbia Threadneedle Investments est un groupe de gestion d'actifs international de premier plan comptant plus de 2 000 employés, dont 450 professionnels de l'investissement basés en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. Le Columbia Threadneedle European Sustainable Infrastructure Fund est un fonds « open-ended » qui vise une performance composée d'un rendement annuel et d'une croissance du capital au travers d'un portefeuille diversifié investi dans des infrastructures non cotées dans le segment du mid-market européen, qui recèle de nombreuses opportunités d'investissement. La société de gestion a élaboré la première stratégie d'infrastructure « evergreen » en Europe qui cible des actifs de taille moyenne



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

et intègre les critères de développement durable. Cette stratégie permet d'acquérir, de détenir et de gérer un portefeuille d'actifs d'infrastructure « core » selon une approche « buy and hold », qui aligne la durée de vie naturelle des actifs d'infrastructure et les horizons de placement longs des investisseurs institution-

nels. Les équipes adoptent une approche systématique pour évaluer et intégrer les considérations de durabilité à toutes les étapes du processus d'investissement dès la recherche et la sélection des actifs. En 2020, le fonds a acquis la majorité des parts de Lefdal Mine Datacenter (LMD), un centre de données vert situé en Norvège dans une mine souterraine reconvertie, qui est alimenté en énergie renouvelable et qui utilise l'eau d'un fjord adjacent pour le refroidissement de ses installations. ●

Acteur engagé et responsable, le groupe PRO BTP finance une politique sociale d'envergure et investit dans la transition énergétique et l'innovation technologique

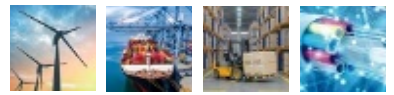
Santé, prévoyance, assurance, épargne, retraite, vacances, PRO BTP est le 1er groupe professionnel de protection sociale au service des entreprises, artisans, salariés, apprentis et retraités du secteur du bâtiment et des travaux publics (BTP) avec plus de 8 milliards d'euros de chiffre d'affaires en 2019. Le groupe accompagne ses adhérents dans tous les domaines de la protection sociale : santé, prévoyance, assurances, épargne, retraite, médico-social et vacances. Parmi eux, 1,57 million d'allocataires retraite, plus de 2,9 millions de personnes couvertes en santé et près de 210 000 entreprises cotisantes en prévoyance. PRO BTP est une société de personnes et non de capitaux. Les

excédents bénéficient à ses adhérents sous forme notamment d'amélioration de garanties et de dispositifs de solidarité. Le groupe n'a pas d'actionnaires à rémunérer. Créé pour gérer la protection sociale complémentaire du BTP, le groupe PRO BTP est dirigé par les représentants des employeurs et des salariés de la profession. Aujourd'hui, c'est le 8e assureur français en santé et prévoyance, avec 5 240 collaborateurs. Acteur engagé et responsable, le groupe finance une politique sociale d'envergure, investit dans la transition énergétique et l'innovation technologique au travers de projets liés à la prévention, à la santé, à la construction, à l'assurance... PRO BTP renforce son engagement solidaire



GILLES GARNIER,
directeur des investissements
passifs et actifs, PRO BTP

auprès des professionnels de la construction principalement à travers sa politique de responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise (RSE). L'ambition du groupe est de protéger et servir la famille du BTP et de la construction en anticipant les besoins de demain. ●



MOUNIR CORM, directeur général délégué et associé fondateur, Vauban Infrastructure Partners

Vauban Infrastructure Partners est une société de gestion européenne de premier plan spécialisée dans les investissements infrastructures en fonds propres contribuant au développement durable des communautés locales et de leur environnement. La société structure et gère des

Vauban Infrastructure Partners met l'accent sur la rentabilité à long terme et la durabilité

fonds investissant dans la conception, la construction, la maintenance, le financement et l'exploitation d'infrastructures essentielles dans les secteurs des infrastructures digitales, des infrastructures sociales, de la transition énergétique et des transports. Vauban accompagne partenaires industriels, usagers et autorités publiques en adoptant une approche d'investissement à long terme. L'équipe d'experts de Vauban s'efforce d'identifier des placements dotés d'un fort potentiel de

croissance et résilients pour faire face aux incertitudes et aux risques et atteindre ses objectifs de rentabilité à long terme et de création de valeur durable dans l'intérêt de toutes les parties prenantes. Fort de près de 15 années de présence sur le marché, de bureaux à Paris et au Luxembourg et d'une équipe de 43 professionnels experts dans leur domaine, Vauban gère près de 5 milliards d'euros répartis dans plus de 50 projets européens financés à travers 6 fonds d'infrastructures core. ●

BlackRock cible des opportunités d'investissement de premier plan dans des fonds tiers et des co-investissements directs à l'échelle mondiale

BlackRock est l'un des principaux gestionnaires d'actifs mondiaux, avec plus de 7 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion pour le compte de ses clients, plus de 16 000 professionnels et des bureaux dans 38 pays du monde entier. Les 2 000 professionnels de l'investissement et plus de BlackRock peuvent compter sur le soutien d'équipes expérimentées et de taille importante dans le monde entier, telles que la gestion des risques, les services juridiques et les opérations, pour les aider dans leurs activités. La société de gestion couvre toutes les principales classes d'actifs : outre une forte fran-



JÉRÔME LEYVIGNE, managing director, BlackRock infrastructure solutions (BIS)

chise sur les marchés cotés, BlackRock compte parmi les plus grands investisseurs alternatifs, avec plus de 260 milliards de dollars d'actifs sous gestion dans des segments tels que l'immobilier, le capital-investissement et les infrastructures. Au

sein du secteur de l'infrastructure, BlackRock cible des opportunités d'investissement de premier plan dans des fonds tiers et des co-investissements directs à l'échelle mondiale. BlackRock est présent en France depuis 2006 et s'engage activement pour le développement du marché local. La société de gestion affiche plus de 190 milliards d'euros d'actifs en France, et plus de 27 milliards d'euros pour le compte de clients français : des compagnies d'assurances, des institutions officielles, des entreprises, des banques traditionnelles et digitales ainsi que des fonds de dotation. ●



JEAN-CHRISTEL TRABAREL, associé gérant - fondateur, Jasmin Capital

Jasmin Capital est une société de conseil en investissement en infrastructure, private equity et private debt. Créée en 2011, Jasmin Capital compte 10 professionnels du conseil et est régulée en France, aux Etats-Unis, au Canada, au Japon et en Corée du Sud. La société a deux activités principales. D'une part, Jasmin Capital

Jasmin Capital conseille le gérant australien Macquarie et le gérant anglo-australien Stafford Capital

intervient comme agent de placement de fonds equity ou dette ainsi que de fonds de fonds en infrastructure. Dans ce cadre, Jasmin Capital est en relation avec de nombreux investisseurs institutionnels et family offices en Europe, en Amérique du Nord, au Moyen-Orient, en Asie, en Australie et en Afrique. D'autre part, Jasmin Capital est conseil de transactions secondaires à la vente sur des parts de fonds ou des portefeuilles directs de sociétés. La société intervient

de plus en plus sur des opérations GP-led, c'est-à-dire des processus de liquidité organisés par les gérants des fonds. La société répond ainsi à l'engouement des investisseurs institutionnels et des family offices pour les infrastructures. Actuellement, Jasmin Capital conseille le gérant australien Macquarie pour la levée de son fonds long terme Super Core, qui investit principalement en Europe. La société conseille également le gérant anglo-australien Stafford Capital pour la levée de son quatrième fonds secondaire d'infrastructures qui vise 750 millions d'euros. ●



Découvrez la nouvelle édition du Guide de la gestion d'actifs

- Un dossier sur les grands enjeux de l'industrie
- La table ronde sur l'essor de la gestion sous mandat
- Les expertises par classes d'actifs des principaux acteurs de la place

Une parution

Funds
magazine

Option
Finance

Sortie Mai 2021

Contact : Sylvie Alinc 01 53 63 55 63 - sylvie.alinc@optionfinance.fr