

CF news magazine

Le magazine du corporate finance. Avril 2015- N°6

Infrastructures

**De l'or
et un peu
de plomb**

Venture

Techno :
par ici la sortie

Restructuring

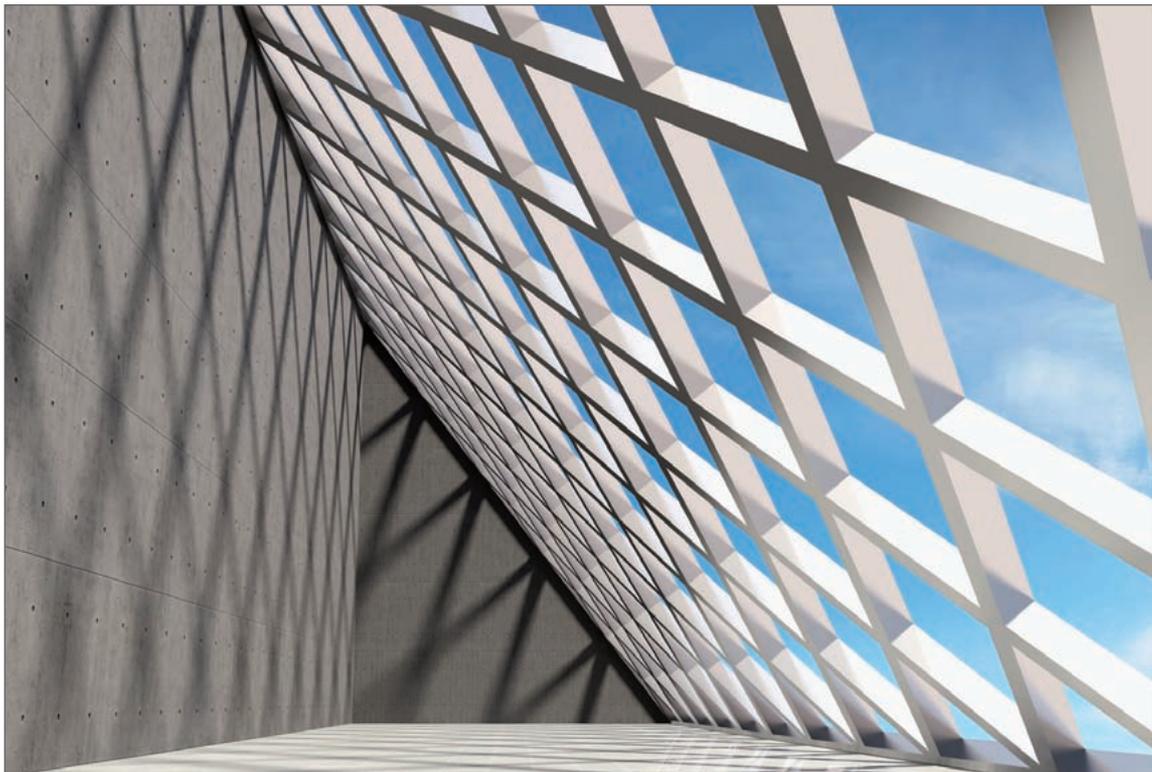
Cap sur l'opérationnel

International

Les corporate français
accélèrent en Chine

Start-up

Vents porteurs pour
Start West 2015



FreshPaint - Fotolia.com

De l'or et un peu de plomb

Vinci Park, Port de Calais, Stade Vélodrome, GRT Gaz, autant de projets où s'invitent les fonds infra, richement dotés. Mais comme ils se font plus rares, la prise de risque augmente. _____ **PAR JEAN-PHILIPPE PIÉ**

Lis sont des plus discrets. Mais souvent évoqués dans la presse, en France, quand il s'agit des tarifs autoroutiers ou la de mise en concession de l'aéroport de Toulouse-Blagnac. Les fonds spécialisés dans les infrastructures suscitent un intérêt proportionnel à leur puissance. En 2014 et au plan mondial, les 745 transactions réali-

sées dans le secteur ont culminé à 439 Md\$, soit environ 408,7 Md€, pour un montant moyen de 549 M€. L'année dernière, ce montant avait frisé les 450 Md\$ (419 M€). Et à plus d'1 Md\$ en moyenne, soit 931 M€, les levées de fonds ont retrouvé leur niveau de 2007. Dans le *greenfield* (les projets) et le *brownfield* (les transactions sur ce qui

est déjà construit), la force d'attraction de « l'infra » tient dans l'addition de quatre phénomènes : la chute des taux, la recombinaison du secteur de l'énergie, les besoins de modernisation en Europe et les promesses des pays émergents.

Sécurité et rendements

L'effondrement des taux des emprunts d'Etat et de l'immobilier joue en faveur du non coté et l'infrastructure avec ses 7 à 8 % attire les assureurs, fonds de pension, filiales de groupes industriels et à nouveau les banques - lesquelles avaient déserté le secteur en 2009. Certains LP's sont si intéressés qu'ils investissent en direct. « L'un des grands enjeux d'Ardian dans l'infrastructure est de proposer aux investisseurs institutionnels des co-investissements à nos côtés. A titre d'exemple, c'est ce que nous avons fait avec Crédit Agricole Assurances », explique Mathias Burghardt, responsable d'Ardian Infrastructure disposant de 5 Md€ sous gestion. Se frotter de près à l'infra

suscite d'ailleurs d'importants besoins d'informations chez les investisseurs, notamment des fonds souverains et des fonds de pension internationaux. Ce que constate Pascal Cuhe, avocat associé du cabinet Freshfields et spécialiste de l'analyse des sous-jacents : « Pour former leur prix, les LPs ont besoin de mieux appréhender le modèle français, en particulier la régulation et le risque économique. »

L'afflux de liquidités est tel que les projets rentables, régulés et subventionnés par la puissance publique - le tiercé gagnant de l'infra, en *greenfield* tout du moins - se trouvent à manquer. Du coup, le secteur pourrait frôler la surchauffe avec des actifs cher payés, notamment dans l'aéroportuaire. Vincent Levita, président d'Infravia - nouveau nom d'Ofi Infravia -, disposant de 700 M€ sous gestion, l'a perçu : « Le marché est bien configuré, les planètes plutôt bien

alignées tant au plan réglementaire que financier. Il faut que ça dure ! ».

Directrice de la practice transport chez CDC Infra, disposant de 1,1 Md€ d'actifs gérés,



Photo : DR

*« L'intérêt général
ne doit pas être
sacrifié au rendement »*

**Marie-Laure Mazaud,
CDC Infrastructure.**

Marie-Laure Mazaud rappelle l'importance d'investisseurs « avisés » comme le groupe Caisse des Dépôts. « Dans les infrastructures, l'intérêt général ne doit pas être sacrifié au rendement, c'est le sens de nos efforts, en particulier dans le développement équitable des territoires, la transition énergétique et écologique et les nouvelles mobilités. En outre, il est légitime de s'interroger sur la pérennité et le développement de certains investissements *brownfield* lorsque l'acquisition a été surpayée, surtout si le taux des OAT devait remonter et amener certains investisseurs, comme les assureurs ou les fonds de pension, à se recentrer sur des sous-jacents plus classiques » dit-elle.

Photo : DR



« *Nous distribuons un dividende dès la première année* »

Alain Rauscher,
président d'Antin IP.

Tuyaux à vendre

Dans l'énergie, les fonds infra s'emparent bel et bien de tout ce qui bouge. Les géants du pétrole et du gaz se délestent de leurs réseaux, actifs stratégiques il y a peu, pour revenir à l'exploration-production, ou virer vers d'autres modèles, comme GdF-Suez. CDC Infra et UBS Infra ont ainsi repris les parts d'Exxon Mobil dans les gazoducs norvégiens de Gassled, lui-même investi par Allianz et un fonds de pension canadien ; mais mauvaise

nouvelle, le gouvernement norvégien a depuis laminé les tarifs d'acheminement, en une belle démonstration de risque souverain. En France, le réseau de gaz de Total dans le Sud-Est, TIGF, a été racheté par le jeune EDF Invest (créé fin 2013 pour préparer le futur démantèlement des centrales nucléaires) avec deux associés (le gazier italien Snam et le fonds singapourien GIC) ; GRT Gaz a quant à lui été investi à 25 % par la CDC. Le transport d'électricité pourrait également accueillir de gros investissements pour interconnecter les réseaux européens et mieux gérer l'intermittence. Cette restructuration massive de l'énergie avait été anticipée par certains fonds, tel Antin Infrastructure Partners qui, il y a plusieurs années, a fait le tour des exploitants de la Mer du Nord, pour leur proposer de reprendre leurs tuyaux. La réponse a pris du temps mais elle est tombée en juin 2014 avec l'achat de Cats

ANTIN ET MERIDIAM : TOUT LES OPPOSE, OU PRESQUE

Ce sont deux fonceurs : en dix ans Meridiam a conquis 2,8 Md€ d'actifs à gérer dans le *greenfield*, Antin (3 Md€) est allé encore plus vite dans le *brownfield*. Ils sont indépendants, issus de banques (Crédit Agricole et BNP Paribas) et fondés par deux tempéraments alphas et pionniers. A part cela, tout les distingue. Thierry Déau est ingénieur des Ponts, Alain Rauschreur plutôt littéraire (Normale Sup Philo entre autres). Le premier, prince régnant du *greenfield*, est tourné vers la construction de projets sur trois continents. Le second ne jure que par le *brownfield* européen et y a mené une offensive éclair, comme en témoigne cette levée en dix mois de 2 Md€.

Meridiam est le fief d'ingénieurs bâtisseurs, familiers des acteurs et procédés du BTP, de l'énergie et du transport, comme le sont les fonds anglo-saxons John Laing ou InfraRed. A l'inverse, animé par pas moins de neuf associés

et fanatique du travail en équipe, Antin restructure le déjà construit, toujours en position majoritaire. Au préalable, il mène un *sourcing* transactions méticuleux et ne sélectionne que les monopoles ou oligopoles à revenu prévisible, comme les incontournables stations autoroutières anglaises Roadchef. Le tout doit fournir un TRI de 15 %. Antin approche directement les entreprises et peut attendre longtemps que ses arguments fassent mouche. Ensuite, il fera tout pour revendre au *tempo* du *private equity* ; Porterbrook a été acheté en 2008 et revendu l'année dernière. Rien de comparable pour Meridiam, qui continue à emmener sans complexe ses investisseurs vers des horizons lointains (25 ans), avec des projets ultra-régulés où les incertitudes ne sont jamais nulles (les concessions) mais réduites au maximum. Un point qui pour le coup le rapproche quand même d'Antin, amateur de fortes barrières à l'entrée. ■

(404 km de gazoduc pour 954 M\$ soit près de 887 M€) au britannique BG Group, lequel vient d'annoncer sa fusion avec Shell.

L'Europe est saturée...

Plafonnement du trafic camions, dommages environnementaux, appauvrissement de l'Etat : en France, on ne construira plus les 9 000 km d'autoroutes à péage ou les 2000 km de lignes TGV qui

traversent déjà l'Hexagone, même si des intentions réémergent, tel le plan autoroutier à 3,2 Md€ de Manuel Valls, lui-même en contradiction complète avec le Grenelle de l'environnement. En tous cas, ce ne sont désormais que des tronçons qui sortent de terre : autoroute A150 en Normandie (240 M€, Infravia), Rocade L2 à Marseille (1 Md€, Meridiam, CDC, Allianz, Banque Postale), projet de contournement de Strasbourg... Une exception ? Les 7,2 Md€

investis dans la LGV Tours-Bordeaux qui réunit CDC Infra, Meridiam et Ardian. Pour le *greenfield* grand format, les fonds doivent aller creuser ailleurs, ce que fait Meridiam aux Etats-Unis redevenus gros bâtisseurs, avec entre autres sa future autoroute North Tarrant Express au Texas (1,3 Md\$).

... mais conserve de beaux restes

Pour sa part, la Vieille Europe a besoin de bons liftings. Les fonds se tournent donc vers l'extension-amélioration de l'existant, appelé *yellowfield*, comme le montre le projet Port de Calais (Meridiam, CDC Infra) ou l'essor des transports non polluants. L'enjeu passe aussi et surtout par l'optimisation, cette nouvelle frontière du *brownfield* explorée par Antin IP (lire encadré p.45). « Il n'existe pas de bons ni de mauvais secteurs : Antin investit en priorité des actifs essentiels à la communauté, décorrélés des cycles et de la conjoncture économique, et qui bénéficieraient de barrières fortes à l'entrée. Antin a une approche de type *private equity*, à forte valeur ajoutée avec pour contrainte de payer un dividende dès la première année. Notre stratégie consiste donc à investir dans des actifs existants et à les faire croître en travaillant en étroite collaboration avec le management », détaille ainsi Alain Rauscher, fondateur et président d'Antin. Une illustration ? Nouveau propriétaire des



Photo : DR

« A l'international, nous importons nos normes européennes de construction »

Thierry Déau, président de Meridiam.

2 200 tours de Bouygues Telecom, Antin a déjà trouvé un second locataire, Free. De son côté, Ardian va aussi devoir batailler ferme pour doubler, en quelques années, le trafic passagers de Luton, l'aéroport londonien qu'il a repris avec l'espagnol Aena, où l'Ebitda aurait été payé près de 20 fois. Pas question de construire de nouvelles pistes : il faut donc moderniser infrastructures et services. Mathias Burghardt compte sur un autre atout : « A Luton, les tarifs ne sont pas fixés par un décret annuel. Il y a certes un risque économique, mais pour les 15 ans,

qui viennent, la capacité aéroportuaire londonienne va rester sous-dimensionnée. Nous préférons donc être en mesure de négocier les tarifs

avec nos clients ». Il faut dire que les aéroports font décoller les enchères ces temps-ci. Quand l'Etat français et les collectivités territoriales, surendettés, cèdent les bijoux de famille, les investisseurs se précipitent : Toulouse-Blagnac a été vendu 18 fois l'Ebitda au consortium chinois Symbiose. Nice et Lyon, voire Bordeaux et Marseille, seraient les prochains sur la liste.

« *En Afrique, les besoins sont énormes* »

Lionnel Gérard, associé de Eight Advisory.



Photo : DR

L'Afrique attire les projets

Côté *greenfield* et grâce à ses résultats économiques qui font surgir une classe moyenne, l'Afrique fait sa grande entrée dans les agendas. Sous ces latitudes, les ambitions sont diverses - EnR dont hydroélectricité, gestion de l'eau, réseaux de transport... - et se veulent exemplaires côté ESG. « A l'international, nous devançons la réglementation, parfois sommaire, et nous importons nos normes européennes de construction, tant au plan environnemental que social », affirme Thierry Déau, fondateur en 2005 et président de Meridiam, qui a commencé à lever de l'argent pour un fonds dédié.

Eight Advisory confirme être lui aussi très occupé en Afrique, autour du montage de concessions et partenariats publics/privés et de structuration de projets publics. « Nous nous intéressons de très près à tous les développements d'infrastructures routières, énergétiques et sociales en Afrique où les besoins sont énormes et pour lesquelles nous percevons un intérêt de plus en plus vif des investisseurs et financeurs internationaux, comme ce projet de barrage en Afrique de l'Est sur lequel nous intervenons comme conseil financier d'un consortium mené par un constructeur français », confirme Lionnel Gérard, associé d'Eight Advisory, un cabinet qui a accumulé une grosse expérience sur les *due diligence* infra (TIGF, GRT Gaz...) mais aussi en *greenfield* (plateau de Saclay...). Plus stable semble-t-il, l'Afrique a meilleure réputation, car les fonds se sentent

EnR : l'infra peine à se renouveler

Ça se bouscule dans les énergies renouvelables, même si les tickets d'entrée sont sans commune mesure avec les fossiles - ils se comptent en dizaines de millions d'euros et non en centaines. Le solaire et l'éolien ont longtemps vu cohabiter pacifiquement les fonds Infra comme Ardian, Cube, Infravia, CDC avec les sociétés de private equity, plus ou moins spécialisées (Mirovia via Eurofidem, Omnes, Demeter, Acofi, Aloe Energy,..). Les premiers intervenaient souvent sur de gros projets, les seconds n'avaient rien contre

les petits deals. Mais sic transit. Les fonds infra vivent mal l'assèchement des subventions publiques et constatent que la montée en puissance des industriels a coïncidé avec la baisse des rendements. Du coup, *private equity* et fonds infra jouent à David et Goliath. « La plupart des fonds EnR sont des fonds Infra. Mais nous, nous sommes issus de l'accompagnement des PME et intervenons en partenariat des industriels, dès le départ si possible. Nous ne faisons donc pas d'enchère sur les parcs à vendre

et ne craignons pas les petits investissements, autour de 5 M€, qui sont en fait les plus rentables », explique Serge Savasta, responsable activité EnR d'Omnes (1 GW, 500 M€ EnR sous gestion). Les projets EnR d'importance peuvent aussi se trouver débités en tranches, comme l'illustre le futur mega parc solaire de Cestas en Gironde (300 MW) développé par Neoen ; 180 MW y sont détenus par les investisseurs extérieurs, parmi lesquels Acofi qui est propriétaire de quatre centrales de 12 MW. ■

moins exposés au risque souverain : « Le continent africain compte quinze pays à peu près paisibles où le risque politique est devenu plus que raisonnable », estime Thierry Déau.

S'éloigner du métier ?

Géographique donc, la diversification des fonds est aussi sectorielle. Les constructions dites « sociales » telles que les stades, tribu-

naux, hôpitaux, universités, prisons continuent à attirer, car elles font l'objet de PPP et prévoient donc une rémunération prévisible sous forme de loyers. Infravia finance ainsi la future Cité musicale de l'île Seguin à Boulogne (92) et la reconfiguration du Stade Vélodrome à Marseille. Meridiam a pour sa part participé au programme britannique Lift, pour mettre à niveau une quarantaine de cliniques généralistes. Dans un autre contexte, la prévisibilité des revenus a convaincu Antin d'acheter 19 sites de

crematoria en Grande-Bretagne (Westerleigh Group).

Cela dit, à trop se diversifier, les fonds courent le risque de diluer leur concept, de s'éloigner du fameux *core infra*. Le stockage de gaz (les sites de TIGF), les parkings (Vinci Park, repris en juin 2014 par Ardian et Crédit Agricole assurances), les maisons de retraite, etc. : sur ces segments, l'équation de l'infra ne serait pas complète. La puissance publique est absente, la régulation faible, voire nulle, et le risque économique parfois non négligeable si les revenus ou les tarifs n'ont pas évolué comme prévu, comme ce peut être le cas pour le gaz par exemple. « Le caractère quasi monopolistique et non duplicable de l'infra a tendance à s'estomper lorsque les fonds s'intéressent à des actifs qui sont davantage exposés au risque de marché », constate Patrick Tardivy, avocat associé de Freshfields, spécialiste des transactions en infra.



Photo: DR

« *L'argent vient de l'épargne longue* »

Vincent Levita,
président d'Infravia.

Une épargne longue

À l'avenir et malgré les tentations, l'infra devra sans doute éviter de tomber dans l'accessoire et de

s'écarter de cette vocation long terme que rappelle avec à propos Vincent Levita : « L'argent de nos investisseurs vient de l'épargne longue. Cela a du sens, les actifs que nous construisons seront utilisés par les enfants de nos épargnants ». La stratégie de CDC Infra, obligée de se poser en permanence de bonnes questions, pourrait indiquer des directions opportunes. Parmi les nouveaux centres d'intérêt de la filiale de la Caisse des Dépôts - bientôt réintégrée dans un vaste dé-

partement baptisé Investissement et développement local - figurent les réseaux très haut débit, le matériel roulant ferroviaire, l'efficacité énergétique dans l'industrie et les transports propres. ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

- ➔ [Port Calais 2015 organise son financement](#)
- ➔ [Antin IP emprunte un pont](#)
- ➔ [Toulouse-Blagnac sous l'aile de deux chinois](#)

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE

