Le grand DÉBAT

DETTES INFRASTRUCTURES

DES INSTRUMENTS QUI GAGNENT EN MATURITÉ ET SE DIVERSIFIENT

Option Finance

- **Philippe Benaroya,** directeur associé, Generali Global Infrastructure
- **René Kassis,** directeur actifs réels et privés, La Banque Postale Asset Management
- **Jean-Francis Dusch,** directeur de la gestion en dette d'infrastructure, membre du comité exécutif, Edmond de Rothschild Asset Management
- **Hervé Besnard,** fondateur et président, Rivage Investment
- **Olivia Yedikardachian,** responsable des portefeuilles de fonds au sein de la direction des gestions d'actifs, Caisse des Dépôts

La dette infrastructure a démontré sa capacité à résister à la crise sanitaire et financière. Si certains sous-jacents ont été plus impactés que les autres comme le secteur des transports, du côté des instruments financiers, les spécialistes constatent un quasi-retour à la normale. Après un écartement des spreads au plus fort de la crise, ceux-ci se sont resserrés et pourraient revenir au niveau antérieur à la pandémie. Pour autant, le marché de la dette infrastructure est en pleine transformation. La dette junior se développe fortement, tandis que la dette senior enregistre une légère baisse en termes de rendements, même si ceux-ci demeurent encore très attractifs. Dans ce contexte, les initiatives des gérants se multiplient, les approches se diversifient et certaines thématiques gagnent en importance comme le financement de la transition énergétique et numérique. Les participants au Grand Débat d'*Option Finance* ont détaillé ces évolutions. Ils ont mis l'accent sur le développement de la dette junior, sur les opportunités induites et sur les risques. Ils ont également démontré l'intérêt de la classe d'actifs, dette infrastructure, pour les investisseurs qui, de leur côté, affichent un appétit grandissant pour ces instruments financiers.

DETTES INFRASTRUCTURES
Des instruments qui gagnent en maturité et se diversifient

Une classe d'actifs qui résiste à la crise

Comment a évolué la classe d'actifs depuis un an ?

Philippe Benaroya, directeur associé, Generali Global Infrastructure : Depuis le début de la crise sanitaire, les transactions se sont poursuivies à un rythme accéléré. Notre activité n'a pas enregistré de ralentissement depuis le mois de mars 2020. Les marges se sont améliorées et nous constatons que nos opérations restent à des conditions de rendement supérieures à celles d'avant la crise sanitaire. Nous avons également observé une très bonne résilience des investissements réalisés avant la crise, mais aussi depuis son déclenchement dans la mesure où nous sommes engagés dans des stratégies d'investissement défensives. Soulignons aussi que les parts de marché des institutionnels et des gérants d'actifs par rapport aux banques européennes ont continué à progresser. Les banques réduisent leurs activités de financement des infrastructures puisqu'elles sont mobilisées dans le soutien à l'économie et aux secteurs fermés à cause des confinements. Nous notons enfin des évolutions sectorielles à travers le développement d'actifs liés à la transition énergétique et à la digitalisation des économies. En effet, les investissements dans les télécommunications et le renouvelable se sont multipliés ainsi que dans le ferroviaire qui émet moins de carbone que d'autres types de transport. La transition climatique constitue maintenant avec les plans de relance l'un des grands catalyseurs des investissements dans les infrastructures.

René Kassis, directeur actifs réels et privés à La Banque Postale Asset Management : Nous pouvons résumer le comportement de la classe d'actifs en affirmant qu'elle a tenu ses promesses. Cette catégorie d'investissement est peu cyclique car elle repose sur des services essentiels. Ensuite, évidemment, lorsque nous entrons dans le détail des sous-secteurs, la résilience n'est pas la même. Les infrastructures de transport ont été davantage impactées que les énergies renouvelables qui au contraire ont bénéficié d'un

De gauche à droite et de haut en bas :
PHILIPPE BENAROYA, directeur associé, Generali Global Infrastructure
RENÉ KASSIS, directeur actifs réels et privés, La Banque Postale Asset Management
JEAN-FRANCIS DUSCH, directeur de la gestion en dette d'infrastructure, membre du comité exécutif, Edmond de Rothschild Asset Management
HERVÉ BESNARD, fondateur et président, Rivage Investment
OLIVIA YEDIKARDACHIAN, responsable des portefeuilles de fonds au sein de la direction des gestions d'actifs, Caisse des Dépôts

courant favorable. De même, des infrastructures digitales et en particulier le haut débit ont gagné leurs lettres de noblesse dans la famille des infrastructures. Ces dernières étaient considérées jusqu'à présent comme nouvelles, mais elles ont permis de maintenir l'activité pendant les confinements et se révèlent donc essentielles au fonctionnement de nos économies. En ce qui concerne les spreads de crédit, nous avons pu constater un écartement au printemps dernier et jusqu'à l'été, mais aujourd'hui, sur les secteurs les plus recherchés et les moins impactés, nous nous situons à des niveaux toujours élevés, mais plus proches de ceux d'avant-crise. Ce resserrement a été porté par un engouement renouvelé des investisseurs pour la dette infrastructure, en particulier lorsqu'elle est verte et durable. Cette classe d'actifs n'a jamais été aussi pertinente pour les investisseurs institutionnels qui recherchent des rendements pérennes et peu volatils. Nous constatons d'ailleurs que la demande des investisseurs est au rendez-vous d'une façon encore plus marquée que pour d'autres classes d'actifs privés, en particulier celles qui sont plus cycliques.

Jean-Francis Dusch, directeur de la gestion en dette d'infrastructure, membre du comité exécutif, chez Edmond de Rothschild Asset Management : La crise sanitaire constitue in fine une opportunité pour démontrer que les gérants de fonds de dette infrastructure sont capables d'agir comme de véritables arrangeurs alternatifs aux banques. L'un des autres enseignements de la conjoncture en 2020 relève de l'importance de disposer d'une équipe de gestion conséquente de façon à renforcer le dispositif de monitoring, quand cela est nécessaire sans compromettre, au contraire, le déploiement. Il a en effet fallu mettre en place des mesures préventives pour faire face à d'éventuels défauts (que nous n'avons pas connus) et qui demandaient des ressources. Dans une optique de contrôle des risques, nous avons également dû utiliser de « vieux mécanismes » pour nous assurer que les portefeuilles ne seraient pas trop affectés au cas où les marchés s'effondraient. En même temps, 2020 a constitué une année record en termes de déploiement avec une vingtaine d'investissements réalisés et un nombre significatif de transactions propriétaires en chef de file. Nous étions satisfaits d'avoir constitué une équipe large et expérimentée (13 gestionnaires ainsi que deux risk managers) pour disposer de suffisamment de ressources afin de capter toutes les opportunités, notamment au début de la crise sanitaire lorsque les spreads se sont écartés. Enfin, en ce qui concerne la dette junior, là encore, l'intérêt de cette stratégie a pu être démontré. Ces dernières sont attractives pour les investisseurs institutionnels, mais dans la mesure où il s'agit d'une stratégie pure, pas d'un investissement en fonds propres déguisés. Par ailleurs, dès l'introduction en 2018 de notre offre « higher yield », nous avons bien séparé cette stratégie de la dette senior

La classe d'actifs a tenu ses promesses. Cette catégorie d'investissement est peu cyclique car elle repose sur des services essentiels.

PHILIPPE BENAROYA

DIRECTEUR ASSOCIÉ, GENERALI GLOBAL INFRASTRUCTURE

Philippe Benaroya, a 26 ans d'expérience dans le financement d'infrastructure, dont 21 ans en buy-side. Il a été pionnier dans le domaine de la dette d'infrastructure en étant cofondateur et codirecteur de la plateforme européenne de dettes d'infrastructures de BlackRock. Il possède également une dizaine d'années d'expérience en matière de dette d'infrastructure dans le secteur de l'assurance (FSA). Il a aussi collaboré au sein de Schroders en tant que conseil en financement d'infrastructures. Philippe Benaroya est diplômé en ingénierie de l'Ecole nationale des ponts et chaussées.

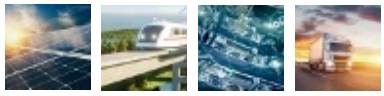
« Depuis le début de la crise sanitaire, les transactions se sont poursuivies à un rythme accéléré. »

afin d'offrir aux investisseurs deux stratégies et portefeuilles distincts et éviter ainsi tout conflit d'intérêts. Ce pari a été gagnant. En termes de secteurs, tous les thèmes d'investissement ont démontré leur pertinence. Beaucoup de gérants ont développé de nouvelles thématiques autour du social, mais aussi des énergies renouvelables ou encore dans le cadre de la conformation de services publics existants aux nouvelles normes environnementales. De notre côté, nous avons profité de cette tendance pour diversifier nos portefeuilles. Une diversification qui joue en faveur de l'appétit renouvelé pour cette classe d'actifs.

Hervé Besnard, fondateur et président de Rivage Investment : Malgré cette résilience que vous avez tous mentionnée, il faut souligner que les infrastructures ont été pour certaines malmenées et qu'elles ne sont pas toutes sorties d'affaire. Parmi les secteurs les plus impactés, il y a bien entendu les transports et en particulier les aéroports qui se retrouvent aujourd'hui dans une situation délicate. A ce stade, le risque est davantage supporté par les actionnaires qui continuent de soutenir leurs investissements dans l'attente d'un retour à la normale. Dans le secteur du transport, nous pouvons également citer parmi les segments touchés par la crise les concessions avec risque de trafic comme certaines autoroutes. Toutefois, la diminution de la fréquentation des véhicules légers a été en partie compensée par la stabilité du trafic de poids lourds. Enfin, notons la qualité des sponsors : ces derniers ont réussi à maintenir leurs activités dans un contexte opérationnel parfois complexe, comme par exemple dans le traitement des déchets. La classe d'actifs a bien résisté à un choc de très grande ampleur dont nous ne connaissons pas encore la fin. Pour reprendre l'exemple des aéroports, ces derniers ne verront pas un retour à la normale avant 2024, selon la plupart des spécialistes ; et nous pouvons aussi nous interroger sur la possibilité même d'un retour à la normale. Il n'est pas certain que les habitudes et les usages des particuliers comme des entreprises reprennent comme avant. Notons enfin le changement de réglementation en France en matière de tarification pour les projets photovoltaïques antérieurs à 2010. La classe d'actifs infrastructure a ainsi connu l'un des pires stress tests auxquels elle ait jamais été confrontée. Dans un tel contexte, nous avons bien entendu établi un dialogue très régulier avec les emprunteurs afin d'être au fait des problèmes qu'ils ont pu rencontrer et de pouvoir ainsi les accompagner. Nous avons aussi entretenu un dialogue permanent avec les investisseurs et avons mis en place des reportings spécifiques avec une périodicité accrue afin de tenir nos investisseurs informés sur la manière dont les opérations traversaient cette crise.

Malgré leur résilience, les infrastructures ont été pour certaines malmenées et elles ne sont pas toutes sorties d'affaire.

Olivia Yedikardachian, responsable des portefeuilles de fonds au sein de la direction des gestions d'actifs de la Caisse des Dépôts : De notre côté, en tant qu'investisseur, nous n'avons pas remis en cause notre allocation en fonds de dette pendant la crise, au contraire nous l'avons même renforcée. A aucun moment nous n'avons mené de politique de « stop and go » sur les fonds non cotés. Notre objectif est de construire de façon régulière un portefeuille en fonds de dettes y compris en dettes infrastructures. Notre première réaction face à la crise a ainsi été de maintenir les encours existants et de les renouveler. Nous sommes engagés dans un



processus régulier de sélection de gérants pour construire un portefeuille équilibré en termes de secteurs, de niveaux de risque ou encore de pays. Nous avons pu constater une bonne résistance de la classe d'actifs au travers des fonds que nous avions ainsi sélectionnés. Nous avons noté parfois des situations tendues dans le domaine des transports par exemple, mais aussi des déploiements accélérés dans les infrastructures liées à la digitalisation. Nous ne souhaitions pas réagir à chaud et modifier nos objectifs de déploiement en fonction des niveaux des spreads, qui ont pu évoluer pendant la crise. D'ailleurs, cette politique a été pertinente puisque les spreads se sont resserrés après un écartement temporaire et ont généré ainsi des opportunités qui ont pu être saisies par nos gérants.

Philippe Benaroya : Nous n'avons pas constaté sur nos investissements, durant ces 10 derniers mois, un retour des marges à leur niveau pré-Covid, mais plutôt un maintien à des niveaux plus élevés. Il est vrai que dans ce domaine tout dépend de la stratégie d'origination et de la capacité de la société de gestion à générer de la performance. Nous avons aussi constaté une augmentation des primes d'illiquidité par rapport à la phase pré-Covid à la différence des marchés publics où les spreads se sont effectivement resserrés. Il y a eu une légère contraction à partir du mois de mai 2020, mais nous sommes encore au-dessus des niveaux pré-Covid. L'effet prime d'illiquidité est toujours très présent dans les stratégies défensives. A noter que nous avions fortement réduit notre exposition aux transports (hors ferroviaire) avant le début de la crise, cette exclusion ayant été motivée par notre stratégie ESG et d'impact. Enfin, notons que les nouvelles conditions de pricing ont été obtenues sur des actifs bénéficiant de cash-flows très stables et résilients.

René Kassis : Nous constatons tous que l'afflux de liquidité est venu quelque peu compenser l'écartement des spreads, même si cela n'est pas le cas sur tous les segments. Ce constat vaut davantage sur les actifs les plus banalisés et/ou les plus recherchés comme par exemple celui lié aux énergies renouvelables. Pour y résister et créer de la valeur pour nos investisseurs, il est plus que jamais essentiel de disposer des capacités d'origination de deals propriétaires non accessibles par le plus grand nombre, et aussi d'investir dans la compréhension des nouveaux secteurs émergents de la transition énergétique, comme par exemple les réseaux de bornes de rechargement. Enfin, si les spreads se sont resserrés depuis le plus haut de la crise, la prime d'illiquidité par rapport aux actifs liquides comparables reste élevée. Par ailleurs, si nous sommes de plus en plus nombreux à nous concurrencer, la taille du marché adressable ne cesse de s'accroître avec les besoins liés à la transition énergétique, les plans de relance, l'agenda vert de la Commission européenne, la nécessité de digitaliser les économies ou encore de financer des infrastructures sociales et sanitaires. La tendance de fond est là : il y a certes davantage de liquidités, mais les besoins sont aussi de plus en plus nombreux, et les banques ne peuvent pas y faire face à elles seules.

Une offre qui se diversifie

Comment expliquer le développement de la dette junior et quels sont les risques ?

Olivia Yedikardachian : Nous pouvons nous interroger sur la croissance des levées de fonds de dette senior, et donc sur la concurrence entre ces fonds, dans un contexte de forte abondance de liquidités et de taux bas. Cette classe d'actifs est maintenant mature, et démontre des historiques de performance. Nous constatons l'arrivée régulière sur le marché de nouveaux entrants, comme par exemple les sociétés de gestion spécialisées en infrastructures, actives historiquement en capital-investissement, lançant de nouvelles verticales de dette. Cette compétition va mettre sous pression les rendements attendus. D'où le développement de produits offrant potentiellement un rendement supérieur, qu'on regroupe sous le nom générique de fonds de dette junior, qui peuvent sembler attractifs, dès lors qu'on analyse attentivement la prise de risque associée. Notre portefeuille de fonds de dette a pour objectif de diversifier notre portefeuille de crédit obligataire. Le segment de la dette senior infrastructure, offre pour une notation sous-jacente équivalente investment grade (IG), une prime d'illiquidité et de complexité liée à la capacité des gérants à dénicher des transactions et à les structurer. Cette prime est encore plus attractive pour le segment junior qui est en train d'émerger, que nous commençons aussi à regarder. Mais cette fois-ci, le rating sous-jacent équivalent est « sub-investment grade ».

Jean-Francis Dusch : Il est important en matière de fonds de dette junior de s'assurer, comme souligné précédemment, qu'il ne s'agit pas de fonds propres déguisés, sachant que certaines équipes ayant lancé ce type de fonds proviennent du monde de l' « infra equity » ou du capital-investissement spécialisé dans les infrastructures. Par ailleurs, les gérants ne devraient pas proposer des fonds de dette senior qui incluent de la dette « holdco » qui s'apparente plus à de la dette subordonnée. Ce type de stratégie consiste à se positionner sur des actifs « core », mais en acceptant un profil de risque accru de type BB. Contrairement à la dette senior, la dette junior couvre un spectre d'actifs plus large, notamment en termes de structures de dette et d'encadrement des risques. Comme vous l'indiquiez, il est possible qu'il existe davantage de compétition sur ce segment puisque de nouveaux fonds ont été lancés. Mais, nous nous rendons compte, après plus de trois ans d'historique dans ce domaine, que sur la dette junior appelée aussi « yield plus », la taille des transactions est importante. Nous pouvons structurer des

tranches de plus de 200 ou 300 millions d'euros, sur lesquelles nous investissons des tickets à plus de 100 millions d'euros, et intervenons également dans le cadre de co-investissements entre nos différents sous-fonds et comptes dédiés, nous permettant de contrôler la structure de dette et de faire du cousu main pour les actifs que nous finançons. Il n'existe donc pas encore sur ce segment une liquidité excessive qui puisse affecter les pricings, voire la qualité des sûretés. C'est une stratégie sur laquelle nous pouvons agir également en arrangeur.

Hervé Besnard : Il y a quelques années, le marché européen du high yield (HY) infrastructure ou de la dette junior était naissant, il était donc très peu intégré par les sponsors et les conseils, dans les schémas de financement. Aujourd'hui, la présence de fonds capables de présenter différents schémas de financement et instruments a fait

Il y a quelques années, le marché européen de la dette junior était naissant, il était donc très peu intégré par les sponsors et les conseils, dans les schémas de financement.

prendre conscience aux acteurs de marché de la disponibilité de ces instruments. Nous constatons une acceptation de ces instruments par les différents intervenants, ce qui crée en conséquence des opportunités. Le marché se structure avec de nouveaux entrants et une consolidation. Il n'y a donc pas d'excès de liquidité sur ce segment de marché.

René Kassis : En toile de fond sur cette question, nous avons la problématique de la différenciation entre les acteurs de la dette infrastructure. Au départ, lorsque nous avions lancé nos premiers fonds, la nécessité de se différencier n'était pas essentielle car il s'agissait d'une offre nouvelle sur laquelle peu d'acteurs étaient déjà positionnés. Aujourd'hui, pour les investisseurs, la question est de savoir quel gérant sélectionner : quels sont ceux qui créent le plus de valeur ? Concernant les fonds de dette HY ou junior, il y a de bonnes et de mauvaises raisons de les lancer, sachant que ce segment n'est pas encore totalement bien défini/délimité. La bonne raison de lancer un fonds HY : nous sommes face à un phénomène où l'offre crée la demande. Jusqu'à présent les structures de capital dans les financements d'infrastructures étaient assez binaires : de la dette senior, de l'equity, parfois de la dette mezzanine entre les deux, sur certaines classes d'actifs, mais rarement de la dette junior, par manque d'offre. Le recours à la dette junior est désormais plus fréquent dans les structures, surtout dans les financements d'acquisitions. Et il existe des techniques de structuration pour protéger la dette junior. Mais certains gérants se positionnent sur ce segment d'une manière opportuniste et défensive, tout simplement pour pouvoir offrir à leurs clients des rendements qu'ils n'arrivent plus à générer sur des stratégies de dette senior.

Quelle est la performance de la dette junior par rapport à de la dette senior ?

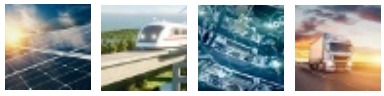
Jean-Francis Dusch : L'univers de la dette yield plus ou HY est relativement large. Cette stratégie consiste simplement pour les gérants à aller chercher un rendement supplémentaire en acceptant que le profil de risque des actifs que nous finançons soit de qualité BB et en acceptant certains risques additionnels structurels, industriels, opérationnels. Afin de conserver des niveaux de SCR attractifs pour les assureurs (inférieurs à 15 %), nous structurons également les instruments de dette avec des durations plus courtes, de l'ordre

« Il est important en matière de fonds de dette junior de s'assurer qu'il ne s'agit pas de fonds propres déguisés. »

Basé à Londres depuis 1998, **Jean-Francis Dusch,** a rejoint Edmond de Rothschild en 2004 au sein du département Infrastructure, Real Assets & Structured Finance. Il a 28 ans d'expérience dans le domaine du financement de projets d'infrastructures. Il a contribué au développement réussi de l'activité de conseil financier en project finance et de structuration de fonds de private equity. Ces multiples expériences ont contribué à la création du fonds Benjamin de Rothschild Infrastructure Debt Generation en 2014. Jean-Francis Dusch est diplômé de l'Ecole supérieure de commerce de Paris et de l'Université de droit de Paris II.

JEAN-FRANCIS DUSCH

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



RENÉ KASSIS

DIRECTEUR ACTIFS RÉELS ET PRIVÉS, LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT

> *« Nos stratégies en dette senior génèrent aujourd'hui des spreads de plus de 250 points de base, en jouant sur la diversification sectorielle et géographique et sur notre capacité à nous positionner sur des actifs moins banalisés. »*

René Kassis a rejoint la société de gestion en 2012 pour lancer la plateforme de dettes privées consacrée à l'infrastructure, à l'immobilier et au corporate. La plateforme gère plus de 3 milliards d'euros avec une équipe de 16 spécialistes, investissant dans les marchés européens des actifs réels et privés. René Kassis est aussi le président du comité Fonds d'infrastructure de l'Association française de la gestion financière (AFG), membre du bureau de Finance for Tomorrow, et membre du PRI Infrastructure Advisory Committee.

de six ans, car l'éligibilité à la définition « Solvency Infra EIOPA » est plus difficile à justifier/démontrer. Pour la dette senior qui entre plus naturellement dans cette définition, nous avons des SCR inférieurs à 10 % même si la duration est bien supérieure à 10 ans. Il ne s'agit pas du tout de compromettre la qualité de l'actif d'infrastructure sous-jacent ou des sponsors, ou de se positionner sur des actifs en situation de « distressed », voire d'accepter des niveaux de levier trop élevés... La discipline est cruciale. Pour les investisseurs, il est important que nous leur expliquions bien l'univers sur lequel nous nous positionnons. Notre fonds déploie un portefeuille de notation moyenne BB pour le yield plus et BBB pour le senior. Du point de vue du rendement, ils se situent à 240/250 points de base en moyenne sur la dette senior, ce qui est relativement satisfaisant, mais sur de la dette junior, nous pouvons atteindre les 550 points de base en moyenne. Il s'agit de deux classes d'actifs différentes.

Olivia Yedikardachian : Le fait de proposer des produits distincts en dette senior et en dette junior montre qu'il s'agit de stratégies différentes avec des profils différents, une maturité plus courte sur la dette junior et des taux de défaut différents. Ces deux catégories de produit sont complémentaires, elles possèdent des avantages, mais aussi des limites que les investisseurs doivent identifier avant d'investir pour bien identifier le niveau de risque supplémentaire qu'ils sont prêts à accepter. Par ailleurs, notons que la prime actuelle sur les actifs juniors est très attractive. Nous nous situons peut-être dans une fenêtre intéressante dont il faudrait profiter.

Philippe Benaroya : Sur la dette senior de qualité moyenne notée investment grade, la rémunération est un peu plus élevée, autour de 250 à 300 points de base environ. Il est important de noter que cet univers est très large. Par conséquent, l'accès le plus large possible aux opérations et la capacité d'un gérant à sélectionner celles qu'il estime être les meilleures du point de vue du couple risque/rendement constitue l'une des conditions d'optimisation de la performance financière. De notre côté, nous analysons environ 500 opérations par an en matière de dette senior pour en sélectionner une vingtaine. La sélectivité est essentielle pour générer une performance financière. La taille des équipes pour réaliser cette sélection, la capacité à intervenir comme arrangeur ou comme co-arrangeur est fondamentale.

René Kassis : Nos stratégies en dette senior génèrent aujourd'hui des spreads de plus de 250 points de base, en jouant sur la diversification sectorielle et géographique et sur notre capacité à nous positionner sur des actifs moins banalisés nécessitant un plus grand investissement en termes de compréhension de business model, donc générant une « prime de complexité » sans pour autant porter plus de risques. Pour ce qui est des stratégies junior/HY, l'un des principaux écueils lorsqu'on y entre dans un marché en surchauffe, c'est de prendre un risque proche de celui de l'equity avec un rendement proche de celui de la dette. Dans un marché en correction post-crise, le « time to market » pour lancer ces stratégies est certainement plus pertinent. Pour nous ce type de stratégies devrait générer des rendements proches de 5 %. Nos clients sont aujourd'hui capables d'accepter un spectre plus large de couples risques/rendement, mais nous demandent aussi de segmenter nos offres pour une plus grande lisibilité sur ce qui les différencie. Plus généralement, dans un marché qui entre dans sa phase de maturité et où la taille critique devient clé, nous pensons que les plateformes multi-expertises capables d'offrir à leurs clients un grand nombre de stratégies complémentaires, des plus défensives jusqu'à l'equity, en prêtant attention aux sujets des conflits d'inté-

> *« Il existe plusieurs typologies de gérants. Les indépendants sont à la recherche d'un alpha (ou surperformance) et de transactions propriétaires. »*

Au sein de Rivage Investment, **Hervé Besnard** conduit son développement et est membre de l'ensemble des comités d'investissement. Hervé a fondé Rivage Investment en 2010 après quatorze ans passés au sein du groupe BNP Paribas en financement de projets d'infrastructure, puis en tant que responsable des crédits structurés. Hervé est diplômé de l'Ecole centrale Paris.

HERVÉ BESNARD

FONDATEUR ET PRÉSIDENT, RIVAGE INVESTMENT

rêts et des règles d'allocations, seront particulièrement valorisées par nos clients.

Cette segmentation entre la dette senior et la dette junior correspond-elle aussi à des tailles de fonds différentes ?

Jean-Francis Dusch : Quelle que soit la notation, nous réalisons autant de petites que de grosses transactions. Nous sommes aussi capables d'utiliser différents véhicules et de faire du co-investissement. Cela nous permet d'influencer la structure de dette sous-jacente. Au début, nous considérions que la dette junior correspondait à des tailles d'investissement plus petites, mais sur certains actifs la taille des transactions est très importante. Nous avons heureusement levé des fonds de taille suffisante (plus de 700 millions d'euros à ce jour) avec du potentiel de co-investissement nous permettant d'investir des montants significatifs sur chaque opération. Citons par exemple une rénovation de chauffage urbain dont le montant est d'un milliard d'euros. La dette junior peut alors s'élever à 200 voire 300 millions d'euros. Nous pouvons sur de telles opérations intervenir seuls ou avec deux ou trois acteurs et obtenir les meilleurs termes contractuels possibles en matière de structuration de la dette ou sur les conditions de marge. Il n'y a pas de différence de taille entre le senior et le junior. Nous devons être présents sur tout l'univers.

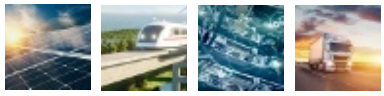
Philippe Benaroya : Nous ne trouvons pas dans tous les domaines des tailles d'actifs suffisantes pour pouvoir intervenir opération par opération ; par exemple, dans le cadre de l'efficacité énergétique ou encore dans les activités de recharges électriques de véhicules, les projets sont d'une taille trop limitée. Nous réfléchissons à la façon dont nous pourrions nous positionner sur ces sujets en adoptant une approche de type portefeuille.

Hervé Besnard : Il existe plusieurs typologies de gérants. Nous pouvons notamment distinguer ceux qui gèrent les fonds principalement pour le compte de leur maison mère et les indépendants. Les premiers interviennent sur des transactions d'une taille importante et cherchent à répondre au cahier des charges défini par leur maison mère alors que les indépendants sont davantage à la recherche d'un alpha (ou surperformance) et de transactions propriétaires.

Olivia Yedikardachian : De notre côté, pour sélectionner les acteurs avec lesquels nous travaillons, nous effectuons, comme pour l'ensemble des sociétés de gestion dans le non-coté, une analyse qui prend en compte la taille des équipes, leurs expertises sur la stratégie proposée, leur historique de performance puisque la classe d'actifs a atteint maintenant une certaine maturité, la démarche ESG, sans oublier les termes et conditions. Nous sommes dans une logique de construction de portefeuille, nous utilisons différentes solutions proposées par des gérants d'actifs et recherchons celles qui permettent de compléter judicieusement notre portefeuille. Nous sommes aussi vigilants à ce qu'il n'y ait pas de recoupement sur les mêmes transactions entre les fonds. Nous nous intéressons dans ce cadre aux nouvelles opportunités notamment celles précédemment évoquées autour de la dette junior, sachant que les stratégies et limites d'intervention des fonds senior ou junior doivent être clairement définies. Notre allocation progresse au fil des ans, les fonds de dette représentant maintenant environ 2 milliards d'euros. Nous sommes présents sur les fonds d'infra equity depuis 2010 et sur les fonds de dette infrastructures depuis 2013.

L'évolution des conditions financières pousse-t-elle à l'adoption de taux variables ?

Hervé Besnard : Les emprunteurs en infrastructure ont



vocation à emprunter à taux fixe. En tant que prêteurs de dettes, nous disposons dans tous les contrats de mécanismes de protection en cas de hausse des taux. Les structures à taux variable ou avec un taux plancher sur l'Euribor à zéro sont possibles dans les opérations syndiquées où les banques fournissent les instruments de couvertures nécessaires à l'emprunteur.

Jean-Francis Dusch : Nous observons que les investisseurs nous demandent de plus en plus souvent d'augmenter la part de taux flottants dans les fonds avec un floor à zéro (taux plancher).

Olivia Yedikardachian : Effectivement, nous préférons souscrire à des fonds de créances à taux variables. Nous analysons d'ailleurs la capacité des gérants à négocier des floors hors spreads. Cette capacité est très importante à nos yeux lorsque nous sélectionnons un gérant. Nous sommes également attentifs à ce que ce type de fonds puisse être valorisé d'un point de vue comptable en prix de marché sans trop de volatilité.

Hervé Besnard : Sur des durées longues et les dettes seniors, nous conservons principalement une approche à taux fixes, notamment sur les opérations que nous structurons nous-mêmes en direct, ce qui présente l'avantage de travailler sans banque intermédiaire et donc de dégager davantage de valeur relative. D'autre part, certains investisseurs institutionnels continuent de rechercher des expositions à taux fixe afin d'ajuster l'actif au passif. D'ailleurs sur les années passées, les expositions à taux fixe ont apporté un complément de rendement significatif par rapport aux opérations à taux variable ou à taux variable avec un floor, malgré un environnement de taux bas. Sur la dette à haut rendement ou junior, il est courant d'adopter une structure à taux variables ou des structures avec des taux Euribor avec un taux plancher à zéro.

Sur la dette à haut rendement ou junior, il est courant d'adopter une structure à taux variables.

René Kassis : Nos stratégies portent sur de la dette senior avec des maturités souvent plus longues que le HY, il y a donc un appétit naturel à faire du flottant avec un floor à zéro sur ce type de stratégies, pour le jour où les taux d'intérêt remonteront. La part des dettes à taux fixes est néanmoins en croissance car sur le taux variable, les banques, avec qui nous sommes en concurrence, ne fixent pas toujours un floor à l'Euribor, ce qui grève substantiellement le rendement. Il sera intéressant de voir dans les mois qui viennent comment les banques vont se comporter, si elles vont prendre conscience de l'importance de mettre en place des floors à zéro afin de partager leurs opérations avec les investisseurs car ces derniers ne veulent pas souscrire à des opérations sans floor sur l'Euribor.

Olivia Yedikardachian : Pour les investisseurs, les conditions financières intègrent aussi les frais. Il est important pour nous de nous assurer que les frais soient adaptés à l'offre, qu'il s'agisse de fonds de dette senior ou de dette junior.
Hervé Besnard : Dans le métier de fonds de dette, les ressources utilisées dans le cadre des prêts syndiqués ou d'opérations propriétaires ne sont pas les mêmes. Mais les investisseurs sont maintenant conscients de cette différence.

Des critères ESG qui se généralisent et un verdissement des stratégies d'investissement

L'Union européenne souhaite favoriser la transition énergétique et développer les infrastructures vertes, la dette constitue-t-elle un outil adéquat pour cela ?

Olivia Yedikardachian : Les fonds de dette sont effectivement un des moyens de participer au financement des actifs contribuant à la transition énergétique et aux infrastructures vertes suivant l'orientation et l'approche que chacun peut proposer. D'une façon plus générale, c'est toute la démarche ESG des sociétés de gestion qui entre dans nos critères d'analyse et de sélection.

Philippe Benaroya : La dette, contrairement à certaines idées reçues, constitue un instrument à même d'orienter les projets des entreprises. Certains émetteurs qui ne mettent pas en œuvre une politique ESG sérieuse ou qui se situent dans des secteurs problématiques d'un point de vue ESG commencent à rencontrer des difficultés à se financer. Les actifs avec une bonne notation ESG s'inscrivent, eux, dans un cercle vertueux : ils accèdent plus facilement à des financements, répondent à des besoins. A l'inverse, les autres actifs sont pénalisés. Pour autant, nous ne payons pas plus cher pour financer des actifs vertueux. L'intégration des critères ESG ne se fait pas au détriment du rendement.

Jean-Francis Dusch : Nous avons toujours communiqué sur les aspects ESG. C'est un engagement fort de notre groupe, inscrit dans la durée. Les nouvelles réglementations ne devraient pas modifier fortement la façon dont nous appréhendons le sujet. Elles devraient tout de même renforcer les projets et les financements d'infrastructures vertes, sans toutefois limiter l'univers d'investissement et notre capacité à investir au travers de nombreux secteurs et technologies. Une dynamique vertueuse se met en place.

OLIVIA YEDIKARDACHIAN

RESPONSABLE DES PORTEFEUILLES DE FONDS AU SEIN DE LA DIRECTION DES GESTIONS D'ACTIFS, CAISSE DES DÉPÔTS

Olivia Yedikardachian est ingénieur AgroParisTech et analyste diplômée de la SFAF. Elle commence sa carrière au Crédit Lyonnais à New York, comme analyste risques de marchés. Elle rejoint le groupe Caisse des Dépôts en 1997. Elle y occupe des fonctions de contrôleur de risques de marché, de chargée d'affaires financements LBO, d'analyste obligataire, avant de devenir en 2009 responsable du portefeuille de fonds de capital-investissement, d'infrastructure, d'immobilier, en capital et en dette du Fonds d'épargne. En 2016, elle prend la responsabilité de l'ensemble des portefeuilles non cotés (fonds et patrimoine forestier) de la Caisse des Dépôts. Depuis le 1er septembre 2020, elle occupe le poste de responsable des portefeuilles de fonds au sein de la direction des gestions d'actifs de la Caisse des Dépôts.

« C'est toute la démarche ESG des sociétés de gestion qui entre dans nos critères d'analyse et de sélection. »

René Kassis : Nous pensons que toutes les stratégies d'investissement en infrastructures vont à terme devenir vertes et/ou durables, sachant que l'univers des infrastructures vertes va bien au-delà des énergies renouvelables. L'ensemble de la classe d'actifs y compris les transports va s'inscrire dans cette nouvelle dynamique. L'ESG est déjà un « must have ». Aucun gérant ne peut être sélectionné par un comité d'investissement s'il ne dispose pas d'un process ESG solide. A l'avenir, l'impact devrait aussi se développer. Nos stratégies devront aussi intégrer des critères de mesure par rapport à la trajectoire de réchauffement climatique ou encore l'impact socio-économique comme par exemple les emplois générés. Par ailleurs, les infrastructures s'inscrivent facilement dans l'exercice de la taxonomie européenne.

Hervé Besnard : Nous intégrons des politiques ESG exigeantes. S'agissant de la transition énergétique, si certains secteurs sont historiquement exclus comme celui des producteurs d'énergies utilisant du charbon, les politiques ont évolué vers plus d'exigence. Certains secteurs des infrastructures, pourtant traditionnels et indispensables dans la configuration actuelle de nos économies, comme les réseaux de distribution de gaz ou le stockage de produits pétroliers, font de plus en plus souvent partie des exclusions. Nos politiques ESG sont en constante évolution, en cohérence avec l'objectif de favoriser la transition énergétique et de développer les infrastructures vertes. Notons d'ailleurs que certains de nos investisseurs institutionnels commencent à s'engager sur des objectifs quantifiés de réduction de l'empreinte carbone de leurs portefeuilles.

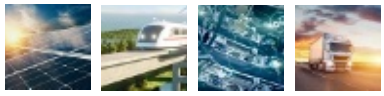
Philippe Benaroya : Concernant les réseaux de gaz, nous pouvons intervenir si l'opérateur est bien dans une logique de transition énergétique et si la part de cette activité au moment de l'investissement initial est limitée. Il est vrai que la liste des exclusions s'allonge, mais à juste titre. Les critères de sélection ESG nous poussent aussi à prendre de bonnes décisions du point de vue du crédit. Nous avons fait le choix de ne pas investir dans les ports et les aéroports pour des raisons ESG et de durabilité et cela a constitué une bonne décision d'un point de vue ESG et financier. Il existe une corrélation positive entre la notation crédit, la bonne résistance des actifs et l'utilisation de filtres ESG.

Certains secteurs des infrastructures, pourtant traditionnels et indispensables dans la configuration actuelle de nos économies, font de plus en plus souvent partie des exclusions.

René Kassis : De notre point de vue, les stratégies doivent rester diversifiées. Il ne nous semble pas pertinent d'exclure des pans entiers des infrastructures comme par exemple le transport alors que celui-ci fait des efforts pour réduire ses émissions de carbone. Il faudra encore financer des aéroports, des réseaux autoroutiers, mais nous devons faire en sorte d'utiliser des filtres, des politiques ESG, des mesures d'alignement, afin de financer des projets vertueux et qui minimalisent les externalités négatives. Nous avons fait l'exercice de calculer l'empreinte carbone de nos portefeuilles, et cela fait désormais partie de nos reportings. Il suffit d'un aéroport dans un portefeuille pour fortement élever le score en termes d'émission de carbone. Il faut certainement sous-pondérer ces stratégies, mais pas les éliminer totalement. Nos stratégies doivent aussi être alignées avec la trajectoire 2 degrés. Enfin, il est essentiel d'avoir une politique charbon très exigeante, en ligne avec les attentes de nos investisseurs et avec nos engagements sur le climat.

Philippe Benaroya : La sélectivité est plus ou moins importante selon les gérants. Nous souhaitons de notre côté être fidèles à nos convictions et appliquer strictement les critères d'exclusion.■

Propos recueillis par
Sandra Sebag
@sebagsandra1



L'actualité des sociétés

LBP AM confirme son rôle de premier plan dans le financement des technologies de la transition

La Banque Postale Asset Management est détenue à hauteur de 70 % par La Banque Postale, 25 % par Aegon Asset Management et 5 % par Malakoff Humanis. Leader de l'ISR sur les gestions de conviction multi-spécialiste, LBP AM propose quatre pôles d'investissements : le pôle actions via sa filiale Tocqueville Finance, le pôle actifs réels & privés (avec un focus dette), le pôle multi-actifs & performance absolue, et le pôle solutions quantitatives. Aux clients investisseurs institutionnels, assureurs, mutuelles, grandes entreprises et distributeurs externes, elle présente une offre en fonds ouverts, en fonds dédiés et en mandats. Afin de renforcer la démarche ESG de la société de gestion et son positionnement stratégique sur les enjeux climatiques et de transition énergétique, l'équipe de gestion de dette infrastructure a mis

RENÉ KASSIS,
directeur actifs réels et privés,
La Banque Postale Asset Management

en place différentes initiatives et divers outils de mesure de performance adaptés à cette activité : un bilan carbone des fonds avec Carbone 4, un reporting socio-économique avec EY ainsi que le sponsoring du « 2-Infra Challenge » mené par Carbone 4. De plus, fort d'une nouvelle prise de participation dans le financement d'acquisition d'un parc solaire espagnol, constituant le 8e actif du fonds LBPAM European Responsible Infrastructure Debt Funds, LBP AM confirme son rôle de premier plan dans le financement des technologies de la transition énergétique en Europe. Au 31 décembre 2020, les encours consolidés de LBP AM et sa filiale Tocqueville Finance s'élèvent à 51,8 milliards d'euros d'actifs gérés et distribués ; périmètre LBP AM et Tocqueville Finance (hors délégation Ostrum AM).

Rivage Investment finance les projets d'infrastructure en Europe ainsi que les collectivités locales et le secteur public en France

Rivage Investment est un leader indépendant européen du financement long terme non bancaire et un intervenant responsable du monde de la finance. La société finance l'économie réelle, les projets d'infrastructure en Europe ainsi que les collectivités locales et les entités du secteur public en France. Elle gère actuellement 6,5 milliards d'euros pour le compte d'une soixantaine d'investisseurs institutionnels européens. En 2020, elle a lancé un nouveau fonds à l'intersection de ses expertises sur les infrastructures et le secteur public, dédié au financement des hôpitaux publics français. Ainsi la société de gestion offre-t-elle de nouvelles capacités d'investissement à ces acteurs de première ligne dans la crise actuelle, et des actifs de très bonne qualité à ses investisseurs. En 2021, elle poursuit sa croissance sur la dette infrastructure en lançant un nouveau millésime de dette à haut rendement. Ce nouveau fonds accompagnera principalement les secteurs des énergies renouvelables, des transports et des télécommunications, mais aussi les nouveaux secteurs liés à la transition énergétique et à la digitalisation des infrastructures. La crise de la Covid établit une nouvelle hiérarchie des actifs d'infrastructure et conforte la position de Rivage Investment en tant que prêteur non bancaire, agile, capable d'intervenir sur des secteurs traditionnels comme pionniers et avec un large éventail de solutions de dettes. Ses investisseurs apprécient la valeur relative élevée offerte par ses fonds.

HERVÉ BESNARD,
fondateur et président,
Rivage Investment

Bridge d'Edmond de Rothschild Asset Management se hisse dans le top 10 des acteurs mondiaux de la dette d'infrastructure

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

Selon le magazine spécialisé Infrastructure Investor, qui publie chaque année un classement des spécialistes internationaux de la dette d'infrastructures en fonction de la taille des actifs levés, Edmond de Rothschild Asset Management UK et la plateforme Bridge (Benjamin de Rothschild Infrastructure Debt Generation) se classent en 2021 en 10e position avec 3,5 milliards de dollars levés, aux côtés de noms prestigieux. Ce classement réaffirme ainsi leur statut de leader au niveau européen et mondial. Plusieurs étapes majeures ont été franchies en 2020 par les équipes. Bridge a lancé un 5e millésime bénéficiant de la longue expérience de l'équipe de gestion de la plateforme de dette d'infrastructure régulièrement récompensée. Bridge V propose deux stratégies, l'une en dette senior sécurisée de qualité investment grade, la seconde orientée vers la dette à plus haut rendement, de qualité BB. La plateforme Bridge, lancée en 2014, dépasse aujourd'hui 3 milliards d'euros d'encours levés. A noter que 750 millions d'euros ont été investis dans 19 actifs en 2020, un chiffre multiplié par deux par rapport à 2019, année déjà record.

Generali Global Infrastructure, une philosophie portée sur les investissements responsables et à impact positif

PHILIPPE BENAROYA, directeur associé, Generali Global Infrastructure

Generali GIobal Infrastructure (« GGI ») est une société de gestion indépendante spécialisée dans les investissements en infrastructures. La société a été fondée par trois associés, Philippe Benaroya, Alban de La Selle et Gilles Lengaigne, dans le cadre d'un partenariat stratégique avec le groupe Generali, et gère près de 3,5 milliards d'euros d'actifs. Ses stratégies d'investissement s'appuient sur la résilience des infrastructures, leurs capacités à contribuer au développement durable et à générer des rendements stables sur le long terme. Sa philosophie est résolument portée sur les investissements responsables et à impact positif, conciliant performances financière et extra-financière. Elle investit dans des thématiques qui sont au cœur des enjeux de société comme la transition énergétique à travers les énergies renouvelables et la mobilité verte, la transition numérique, ou encore les infrastructures sociales dans le domaine de la santé et de l'éducation. Ces stratégies, couplées à la grande sélectivité de son processus d'investissement et à ses fortes capacités d'origination, permettent à GGI de créer durablement de la valeur et à ses clients de donner du sens à leurs investissements.

La Caisse des Dépôts continue à se renforcer dans les fonds de dette, avec un portefeuille qui atteint désormais 2 milliards d'euros

OLIVIA YEDIKARDACHIAN responsable des portefeuilles de fonds au sein de la direction des gestions d'actifs, Caisse des Dépôts

La Caisse des Dépôts est un investisseur institutionnel actif en fonds non cotés, aussi bien en fonds de capital qu'en fonds de dette. La sélection de ces fonds permet d'atteindre l'univers des entreprises et actifs non cotés, d'accéder à un gisement profond d'opportunités et de contribuer ainsi activement au financement de l'économie réelle : le capital-investissement vient compléter les portefeuilles actions cotées, les fonds de dette permettent la diversification des portefeuilles de crédit. Au-delà de l'analyse des actifs financés, des risques attachés, des rendements proposés, des équipes dédiées au bon déploiement des fonds, la CDC est très attentive à la démarche ESG mise en place par les sociétés de gestion, comme par exemple le développement actuel d'une indexation partielle des intérêts servis sur des indicateurs de performance extra-financière. La CDC est positionnée sur les fonds de dette d'entreprises, les fonds de dette immobilière ou encore les fonds de dette d'infrastructure, avec un focus européen, dont un poids important accordé à la France. D'ailleurs, en 2020, la CDC a abondé aux compartiments de dette mis en place dans le cadre des fonds Assureurs CDC France Relance Durable.