

Perspectives de Marché

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Plus d'informations sur www.im.natixis.com/fr-institutional/le-hub

L'investissement en fonds propres dans les infrastructures : une source de revenus à long terme et dé-corrélée des classes d'actifs traditionnelles.

Les actifs infrastructures prennent une place croissante dans l'allocation des investisseurs. Dans ce contexte, la surperformance et la gestion des risques nécessitent l'expertise d'équipes spécialisées.

Points clé :

- L'appétit croissant des investisseurs pour les actifs infrastructures a poussé les prix à la hausse. Mais une source considérable de valeur réside dans une approche de long-terme misant sur les projets de taille intermédiaire.
- Seul un gérant avec une approche innovante et pratique de l'investissement peut réussir à structurer des projets complexes et maximiser leur valeur tout en minimisant les risques.
- La demande pour les fonds d'infrastructures spécialisés est forte au sein de la communauté des investisseurs institutionnels européens et s'accélère aux Etats-Unis et en Asie. Elle répond à un besoin de diversification. Cette classe d'actifs intéresse également les assureurs, compte tenu de la faible consommation de capital au sens de Solvency II.

Les actifs infrastructures suscitent l'intérêt des investisseurs du monde entier. Dans un environnement de taux bas et d'incertitudes accrues sur le plan géopolitique et sur les marchés, les investisseurs institutionnels sont de plus en plus attirés par les rendements historiquement plus importants et la relative prévisibilité de cette classe d'actifs.

Celle-ci offre des flux de revenus stables sur le long terme, et son profil de risque est relativement faible grâce à sa décorrélation avec les classes d'actifs traditionnelles comme les actions et les obligations. Enfin, les investisseurs apprécient souvent l'idée de financer des actifs tangibles présentant une utilité économique et sociétale. Il peut s'agir d'infrastructures de transport, des écoles, des universités, des hôpitaux, des complexes sportifs, des piscines ou encore des technologies numériques.

Seul problème : à mesure que les actifs d'infrastructures ont gagné en reconnaissance, leur prix est devenu nettement plus élevé. Par conséquent, il est nécessaire d'adopter de nouvelles stratégies d'investissement pour maintenir les niveaux de rendement élevés qui caractérisaient jusqu'à présent cette classe d'actifs.



Gwenola Chambon

Head of Infrastructure Funds

Mirova



Mounir Corm

Deputy Head of Infrastructure Funds

Mirova

Un grand intérêt qui tire les prix à la hausse

Les investisseurs en quête de rendement ont tendance à se tourner d'abord vers la dette infrastructures. Mais alors que celle-ci procurait autrefois des rendements nettement plus élevés que les obligations classiques, l'intérêt soutenu des investisseurs contribue à réduire ce surcroît de performance.

Perspectives de Marché

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Certains s'intéressent donc désormais aux investissements en fonds propres dans les infrastructures :

ces placements présentent des caractéristiques assez proches de celles des obligations au sens où ils sont assez peu volatils et que leurs performances sont plus prévisibles que celles des actions cotées. Cependant, sur ce segment également, la demande commence à dépasser l'offre en raison de l'appétit croissant des investisseurs, créant une concurrence intense qui tire les prix à la hausse. Les investisseurs institutionnels, en particulier, sont prêts à payer des primes considérables pour déployer d'importants financements dans des projets d'infrastructures, avec pour conséquence une baisse des rendements de ce type de placement.

Même si la classe d'actifs conserve incontestablement un potentiel haussier, la question est de savoir où et comment les investisseurs peuvent extraire de la valeur.

Nous avons la conviction qu'une source considérable de valeur réside dans une approche à plus long terme que celle qu'adoptent la plupart des investisseurs. Nous nous concentrons sur les projets de taille intermédiaire, souvent moins privilégiés en raison de l'importance des ressources et des expertises nécessaires pour structurer les transactions et créer de la valeur. Beaucoup de gérants de fonds et d'investisseurs institutionnels ciblent en effet des projets d'envergure, et, ce faisant, passent à côté de la valeur d'actifs de taille plus réduite, mais non moins attractifs.

Investir pour le long terme

L'approche que nous préconisons repose essentiellement sur les investissements en infrastructures dits « core ». En effet, l'investissement en fonds propres dans les actifs

infrastructures revêt principalement deux formes : « core » et « value-added ».

L'investissement « core » s'inscrit dans une stratégie de long terme de type « buy & hold », et sa performance découle principalement d'une génération stable et régulière de cash-flows. En revanche, l'investissement « value-added » se rapproche du « private equity » et sa performance provient de l'appréciation du capital et de la valorisation des projets. Notre stratégie privilégie l'approche « core », mais elle intègre également des investissements « value-added » au cas par cas.

Pourquoi privilégions-nous l'investissement « core » ? Nous pensons que le long terme est un facteur différenciant majeur sur un marché des infrastructures de plus en plus prisé. Notre philosophie consiste à gérer des actifs publics, indispensables aux collectivités locales, dans une optique de très long terme. La plupart des fonds d'infrastructures ont une durée de vie de 10 à 15 ans avec une stratégie de sortie axée sur les plus-values du capital, tandis que notre approche « buy & hold » est déployée sur 25 ans, une maturité qui correspond à celle des actifs sous-jacents dans lesquels nous investissons. Notre stratégie est conçue pour maximiser le rendement tout en accompagnant le développement des collectivités à long terme.

De plus, une approche « buy & hold » à long terme pourrait également

réduire le risque lié à l'investissement en infrastructures. Tout d'abord, le fait d'acheter et de vendre régulièrement des actifs peut exposer les investisseurs à la volatilité des prix et des taux d'intérêt. Ensuite, les actifs « core » présentent une certaine sécurité car ils entrent dans le cadre de partenariats public-privé (PPP) signés avec des gouvernements et de collectivités locales aux ressources financières stables, et offrent des profils de rendement de long terme.

A titre d'exemples, on peut citer les services indispensables aux collectivités, comme les universités, dont le loyer est payé sur des baux de très long terme par l'État ou par les régions. Il peut également s'agir d'infrastructures de transport, comme des lignes de TGV ou de tram, des autoroutes, des parkings et des projets liés aux télécommunications (réseaux haut débit et fibre). Les projets en PPP incluent aussi des infrastructures sociales comme les bâtiments administratifs, des centres pénitentiaires, ou encore des équipements de loisirs comme les zoos et les complexes sportifs.

Toutefois, l'expertise nécessaire pour gérer des actifs à long terme n'est pas à la portée de tous. En tant que société de gestion dédiée à l'investissement responsable, Mirova privilégie toujours l'approche de long terme et prend en compte tous les enjeux du développement durable qui peuvent avoir un impact important sur les rendements.

TRAMWAY : LE RÉSEAU DE MALAGA

Le projet du tramway de Malaga présente le profil type d'un investissement « mid-market » à long terme privilégié par Mirova. Cet actif est financé par la Banque européenne d'investissement et se compose de deux lignes de tramway avec 17 stations. Son exploitation a démarré en 2014.

Mirova bénéficie d'une double source de revenus : ils proviennent pour moitié des autorités publiques de Malaga et pour l'autre moitié de la demande des voyageurs.

Compte tenu de son utilité publique et de son faible taux d'émissions de carbone, ce projet est très bien noté en termes de performance ESG¹.

La participation de Mirova s'élève à 24,7 %, avec un objectif de rendement net de 12,7 %².

Perspectives de Marché

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Une approche multi-stratégie

Notre approche « core infrastructure » s'applique aux projets « greenfield » et « brownfield » en Europe.

L'investissement « greenfield » implique de structurer les projets dès leur conception, puis de superviser leur construction et leur mise en service. L'investissement « brownfield » concerne des actifs déjà construits et en exploitation, mais qui sont généralement vendus par des propriétaires cherchant à réutiliser les produits de la vente dans d'autres projets, tandis que nous assurons leur gestion jusqu'à leur fin de vie.

Du point de vue de l'investissement, la principale différence réside dans le fait que les infrastructures « greenfield » mettent plus de temps à générer un rendement, même si celui-ci sera plus élevé sur le long terme. Les infrastructures « brownfield », en revanche, offrent généralement un rendement dès le premier jour et sont bien adaptées à des fonds « core infrastructure » cherchant essentiellement à bénéficier d'un flux de revenus.

L'approche de Mirova est unique au sens où nos équipes possèdent l'expertise nécessaire pour gérer ces deux types d'investissements, et par conséquent bénéficier de différentes sources de revenus potentiels.

« Mid-market » : à l'abri de la foule

L'autre aspect essentiel de la stratégie de Mirova, qui va de pair avec l'approche « buy & hold », est l'accent mis sur les actifs infrastructures « mid-market ». Les autres investisseurs ont tendance à négliger ce marché car un portefeuille composé d'actifs plus petits requiert davantage de ressources. Par conséquent, la demande en actifs de taille intermédiaire est plus faible, et

ce segment n'est pas impacté par la forte hausse des prix observés sur les projets d'infrastructures de plus grande envergure.

Parce que les ressources nécessaires à la gestion d'un portefeuille d'actifs mid-market sont considérables, Mirova s'est dotée d'une équipe de gestion composée de 17 spécialistes de l'investissement et de la gestion d'actifs. En prenant en compte les fonctions support, ce sont plus d'une trentaine de personnes qui sont impliquées dans le bon fonctionnement de l'activité infrastructures.

L'accès aux projets de taille intermédiaire implique une approche proactive basée sur l'établissement et le maintien de relations avec les groupes industriels, les organismes financiers, les sociétés de conseil et surtout les entités publiques. Par ailleurs, la nature-même des actifs concernés nécessite une structuration complexe et des négociations qui peuvent se révéler difficiles.

Et cela ne s'arrête pas quand une transaction est conclue : le succès d'un investissement sur le mid-market dépend des éléments convenus pendant la négociation, notamment l'obtention de sièges au conseil d'administration de la société de projets. Dans ce contexte, le suivi et la gestion active jouent un rôle essentiel pour extraire de la valeur à long terme, obtenir et diffuser des données ESG et avoir un impact positif sur les portefeuilles des investisseurs autant que sur les collectivités locales.

Les compétences requises sont généralement financières, juridiques et industrielles. Une expérience industrielle est clairement avantageuse pendant les négociations avec les parties prenantes du projet, la présence de conseillers financiers quant à elle va permettre de trouver et de mettre en place des solutions de financement adaptées, et enfin l'expertise juridique est capitale dans les négociations car

celles-ci sont essentiellement de nature contractuelle.

La combinaison de ces compétences permet d'établir des structures robustes et innovantes, offrant l'accès à de meilleurs rendements.

Chercher à maximiser les rendements et minimiser les risques

Les rendements attendus des investissements en infrastructures sont nettement plus élevés que ceux des obligations traditionnelles car les performances intègrent une prime d'illiquidité et de projet. En Europe, les investissements « brownfield » purs offrent un rendement d'environ 7 % à 8 %, contre 10 % à 12 % pour les investissements « greenfield »³. Cependant, les investissements « greenfield » sont impactés par le phénomène dit de la « courbe en J », dans lequel les coûts de départ réduisent le rendement pendant les premières années d'investissement.

Globalement, les fonds Mirova visent un rendement de 8 % à 9 % sur 25 ans pour les investissements « core » à long terme, à comparer avec les rendements actuels d'environ 1 %³ pour les taux souverains « core » européens et 2,5 %-3,5 % pour la dette senior garantie⁴.

Naturellement, comme toutes les stratégies, l'investissement en infrastructures n'est pas sans risque. Etant donné la longue maturité des placements, il est très important de surveiller le risque réglementaire et de n'investir que dans des pays dotés d'un cadre juridique éprouvé, auquel tous les investisseurs pourront avoir recours.

Autre aspect important : les contrats. La santé financière de l'entreprise industrielle en charge de la gestion de l'actif est essentielle pour assurer la pérennité des rendements. Les contrats doivent prévoir une solution en cas de mauvaise performance ou de mauvaise gestion de la part de la société en charge du développement ou de l'exploitation.

Selon le type de projet, il peut aussi y avoir un risque de volumes : par exemple, le revenu généré par un actif comme une ligne ferroviaire ou une autoroute va dépendre en partie de son taux d'utilisation. Celui-ci est relativement simple à prévoir pour des projets « brownfield » en se basant sur les données historiques et des corrélations macroéconomiques. Dans les projets « greenfield », en revanche, les prévisions de trafic à long terme sont moins fiables.

Comment les infrastructures pourraient doper votre portefeuille

L'investissement en fonds propres dans les projets d'infrastructures peuvent aider les investisseurs à long terme à honorer leurs passifs (ex. : assureurs et fonds de pension). Les rendements attendus plus élevés de cette classe d'actifs pourraient remplacer ou compléter ceux d'un portefeuille obligataire, dont les rendements seront peut-être trop faibles pour correspondre au passif et dont les risques sont en train de s'accroître.

Les infrastructures peuvent également s'intégrer à la portion alternative d'un portefeuille, grâce à leur faible corrélation avec les actifs traditionnels et à leur liquidité réduite.

Ces actifs revêtent un intérêt particulier pour les assureurs, dont le traitement

au sens de Solvabilité II est plus faible dans le cas d'un investissement en infrastructure (SCR de 30 %) que dans d'autres placements de type private equity (49 %).

En conséquence, l'appétit des investisseurs institutionnels européens est particulièrement fort, mais la demande en stratégies spécialisées en infrastructures s'accroît également aux États-Unis et en Asie, avec pour objectifs une diversification continue des portefeuilles. L'Australie et le Canada, où le marché des fonds de pension est vaste et mature, investissent depuis longtemps déjà dans ce type de stratégie.

Infrastructures : est-ce le bon moment ?

Compte tenu de ses rendements à long terme historiquement élevés et de ses avantages en matière de diversification, la classe d'actifs infrastructures suscite un intérêt considérable mais l'offre est-elle aussi à la hauteur ? La stratégie « mid-market » de Mirova, axée sur le long terme, consiste à investir dans des projets « brownfield » qui ne cessent d'affluer sur le marché, offrant un éventail d'actifs varié avec différents profils de diversification et de rendement potentiel.

Il semble en effet qu'une véritable opportunité soit en train d'apparaître sur ce segment : après les nombreux projets « greenfield » lancés il y a une dizaine d'années, financés généralement par l'UE et la BEI, beaucoup sont aujourd'hui recyclés en investissements « brownfield » par des propriétaires souhaitant réinvestir dans d'autres projets. Parfois, suite à la dégradation de l'économie de l'Europe continentale depuis le milieu des années 2000, les propriétaires connaissent des difficultés financières

ou n'ont pas les liquidités suffisantes pour continuer de se développer, d'où leur volonté de céder des actifs.

L'univers des PPP en Europe continentale est large : 587 projets d'une valeur totale de 183 milliards d'euros ont été menés à bien depuis 2005. En 2016, le flux des transactions a été considérable, et ce rythme va probablement se maintenir pendant au moins trois ou quatre ans.

Ce potentiel reflète aussi la relative immaturité du marché des infrastructures : les fonds des premiers millésimes commencent tout juste à procéder au recyclage de leurs actifs. Compte tenu des taux d'intérêt faibles et du niveau élevé des prix, beaucoup d'entre eux considèrent que vendre aujourd'hui est une bonne opportunité de création de valeur pour leurs investisseurs.

À horizon plus lointain, les perspectives sont, elles aussi, prometteuses : 134 projets « greenfield » ont été lancés depuis 2014, pour une valeur de 45,9 milliards d'euros, et ces projets deviendront des opportunités « brownfield » le moment venu.

Enfin, n'oublions pas que la nouvelle administration américaine a indiqué sa volonté d'investir massivement dans les infrastructures, même si le calendrier et l'ampleur de ce projet sont encore inconnus.

Conclusion – soyons à la manœuvre et innovants

Dans l'environnement actuel de taux bas, les fonds investissant en fonds propres dans les projets d'infrastructures sont susceptibles de bénéficier de rendements stables et robustes comparés aux actions et aux obligations traditionnelles.

Perspectives de Marché

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Les actifs de taille intermédiaire offrent un potentiel de création de valeur à long terme très intéressant. Pour y accéder, les investisseurs doivent pouvoir s'appuyer sur l'expertise de spécialistes : Mirova, à l'origine du premier fonds d'infrastructures dédié à la reprise de projets « brownfield » en Europe continentale, possède les ressources humaines et l'expertise

nécessaire pour assurer son succès dans ce domaine d'investissement. Nous mettons en place des transactions sur-mesure et innovantes, pour lesquelles une approche proactive se révèle essentielle afin de structurer des projets complexes et créer un maximum de valeur tout en minimisant les risques.

¹ Environnemental, Social et Gouvernance
² Les chiffres mentionnés ont trait aux années passées. La performance passée ne préjuge pas de la performance future.

³ Source : Mirova, InfraDeals 2016

⁴ Les rendements cibles ne préjugent pas des performances futures.

Ecrit le 28 février 2017

Perspectives de Marché

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par NGAM S.A., NGAM Distribution et Mirova à partir de sources qu'elle estime fiables et sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné au 28 février 2017 et peuvent être soumis à changements. Il n'est en aucun cas garanti que les points présentés dans ce document se dérouleront tel qu'anticipés. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie.

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa succursale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse Le présent document est fourni par NGAM, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management S.A., la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que NGAM S.A. et NGAM Distribution considèrent les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Mirova

Filiale de Natixis Asset Management

Société Anonyme

Capital : €7 641 327.50

Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le numéro GP 02014.

RCS Paris n° 394 648 216

21 quai d'Austerlitz 75013 Paris France

www.mirova.com

Natixis Global Asset Management S.A.

RCS Paris 453 952 681

Capital : €178 251 690

21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris

www.ngam.natixis.com