



LES GESTIONNAIRES D'ACTIFS DANS LES INFRASTRUCTURES ET LES SERVICES ESSENTIELS : LE MODÈLE MACQUARIE

BRUNO ANGLES *
ROSS McINNES **

En dépit de la demande croissante d'infrastructures, on observe une diminution des dépenses des gouvernements en raison des objectifs combinés de réduction d'impôts et de retour à l'équilibre budgétaire. Dans les pays de l'OCDE, la part des dépenses d'infrastructures dans les budgets publics est tombée de 9,5 % en 1990 à environ 7 % en 2005.

À mesure que l'investissement public diminue, les investisseurs privés sont donc de plus en plus enclins à transformer ce secteur autrefois négligé en une nouvelle catégorie d'investissement très intéressante.

Dans ce cadre, la perception commune des fonds d'investissement se caractérise par un schéma d'investissement à court terme et un besoin de produire des bénéfices et une plus-value comparativement élevés sur la période, ce qui peut conduire à privilégier la rentabilité à court terme aux dépens de la croissance et de l'investissement à long terme.

Il existe cependant une large gamme de modèles d'investissement qui ne partagent pas ou peu les caractéristiques décrites ci-dessus. Parmi ceux-ci, le modèle Macquarie de gestionnaire d'actifs dans les infrastructures à long terme, présente des avantages potentiels sans équivalent, non seulement pour des investisseurs, mais aussi pour les entreprises acquises en tout ou en partie, leurs clients et actionnaires, et la société au sens large.

* Senior Vice President, en charge des fonds d'investissement MEIF (Macquarie European Infrastructure Funds) pour la France.

** Vice Chairman, Macquarie Capital (Europe) Limited, succursale de Paris.

Les gestionnaires d'actifs dans les infrastructures et les services essentiels sont typiquement caractérisés par :

- l'engagement à long terme, en général plus de dix ans ;
- le partenariat avec le management, par opposition au remplacement du management existant ;
- l'investissement pour développer l'actif : un désir de maintenir ou d'accroître l'implication dans une opération réussie par l'intermédiaire des dépenses d'investissement ;
- la « rentabilité responsabilisée » : les intérêts d'un investisseur à long terme ne sont pas servis en négligeant les besoins d'autres parties prenantes, y compris ceux des employés et de leurs organisations, des usagers/clients, des régulateurs et des collectivités locales, etc.

En plus des avantages que cette approche peut fournir pour les parties prenantes des différentes sociétés acquises en tout ou en partie - c'est-à-dire les investisseurs eux-mêmes, les employés, les clients et la société - Macquarie a par ailleurs la conviction que les gestionnaires d'actifs dans les infrastructures et les services essentiels joueront également un rôle de plus en plus important dans l'adéquation entre le besoin croissant d'investissement dans les services d'infrastructure et les équipements essentiels et la capacité des pouvoirs publics dans le monde à financer ce genre d'investissement.

Le modèle Macquarie repose donc sur trois éléments clés :

- répondre au besoin de financement des infrastructures soulevé par le rapport de l'OCDE¹, au-delà des capacités de financement public ;
- faire bénéficier les équipes dirigeantes des sociétés en portefeuille des meilleures pratiques observées dans plus d'une centaine d'actifs, du savoir-faire de managers ayant occupé de hautes fonctions dans tous les secteurs d'investissement majeurs ;
- favoriser les retours sous forme de flux de dividendes et non de plus-values et ce, dans la durée ; ce qui peut contribuer au financement des retraites.

GESTIONNAIRE D'ACTIFS DANS LES INFRASTRUCTURES ESSENTIELLES : UN MODÈLE FINANCIER UNIQUE

Le contexte économique : combler l'insuffisance de l'investissement dans les infrastructures

Les gestionnaires d'actifs dans les infrastructures et les services essentiels ont un rôle potentiel considérable à jouer dans la solvabilisation de la demande d'infrastructure compte tenu des difficultés des collectivités à y faire face.

Traditionnellement, les gouvernements ont facilité les investissements dans les infrastructures soit en les finançant directement et



en construisant des routes, des voies ferrées, des lignes électriques et téléphoniques, soit en subventionnant d'autres acteurs pour le faire. Le besoin continu d'investissement reste un souci urgent des pouvoirs publics à l'échelle mondiale.

Un important rapport de l'OCDE¹ sur les projets futurs, rédigé en mai 2007 dans le cadre d'un programme de recherche international dont Macquarie était l'un des partenaires, a fourni les estimations suivantes sur les coûts globaux d'infrastructure :

- la demande d'électricité devrait doubler d'ici à 2030 et l'OCDE estime l'investissement cumulé exigé à 10 mille milliards de dollars ;
- les besoins de transports terrestres seront plus modestes - 50 milliards de dollars par an pour de nouvelles voies ferrées ; 200 à 300 milliards de dollars annuellement pour des routes, ce qui représente néanmoins le double des dépenses actuelles ;
- le besoin d'investissement dans l'approvisionnement en eau est estimé pour sa part à mille milliards de dollars par an d'ici à 2025.

Le contexte historique du développement des fonds d'infrastructure

Macquarie est largement identifié en tant que pionnier dans le développement de la gestion d'actifs dans les infrastructures et les services essentiels. Le développement du secteur, et le rôle de Macquarie au premier rang, ont résulté en grande partie d'un accident de l'histoire : la synchronisation fortuite d'événements indépendants. Au début des années 90, le gouvernement australien a donné une impulsion importante à l'épargne en instituant un système d'épargne-retraite obligatoire. La croissance des capitaux de fonds de pension qui s'en est suivie a coïncidé à la fois avec un déplacement considérable du public vers le privé dans le domaine du financement des infrastructures nouvelles et existantes et une diminution globale du rendement des valeurs mobilières cotées qui ont eu comme conséquence une recherche de nouvelles opportunités d'investissement.

Dès 1990, Macquarie a identifié l'intérêt des infrastructures comme catégorie d'investissement, offrant une combinaison unique de caractéristiques attractives et d'investissement de long terme. L'avantage principal des capitaux d'infrastructure bien gérés est leur capacité à produire des rendements stables à long terme, qui résulte de leur essence même d'équipements durables, combiné avec leur dimension fortement compétitive. Ces caractéristiques sont évidemment très attractives pour des investisseurs qui opèrent avec une perspective de long terme, en particulier les fonds de pension.

En conséquence, depuis plus de quinze ans, Macquarie s'est concentré sur la gestion de fonds d'infrastructure, investissant activement dans



les infrastructures de qualité pour le compte d'investisseurs, *via* une gamme de fonds spécialisés cotés ou non cotés. L'approche de Macquarie a consisté à créer des fonds qui visent à identifier, acquérir et gérer activement des infrastructures de qualité sur le long terme.

*L'infrastructure en tant qu'éléments constitutifs essentiels
d'une économie*

Les infrastructures, c'est-à-dire les routes, les canalisations d'eau, les voies ferrées, les aéroports, les ports, la transmission de l'électricité et du gaz et les réseaux de distribution, fournissent le socle des services de base sur lesquels reposent la croissance et le développement d'une collectivité. Les grands axes de transport, les réseaux de transmission et les systèmes fiables de distribution d'énergie sont aussi essentiels à la santé d'une économie que des systèmes politiques et législatifs solides.

Globalement, les infrastructures peuvent entrer dans trois catégories. La première, que l'on pourrait qualifier d'infrastructure économique, comprend les équipements qui fournissent les services utilisés dans les procédés de production et la consommation finale. De tels équipements sont requis pour la croissance économique et impliquent des coûts initiaux élevés. Habituellement, ils ont une longue durée de vie opérationnelle et présentent des caractéristiques monopolistiques. Les équipements les plus représentatifs de cette catégorie seraient le transport, les télécommunications et les « utilities » comme l'électricité, le gaz et l'eau.

La deuxième catégorie correspondrait aux infrastructures « sociales ». Elle comprend le système des réseaux et des équipements qui soutiennent et assistent la population et la collectivité. Ces équipements sont souvent gérés par le secteur privé et servent à soutenir et à fournir des services publics tels que les hôpitaux, l'éducation, le logement et les loisirs. Le mélange public/privé variera dans différents pays et la participation du secteur privé doit répondre aux objectifs et aux situations particulières.

Enfin, plus récente, la catégorie des infrastructures « commerciales » comprend les capitaux pour lesquels les avantages à partager l'infrastructure entre plusieurs acteurs sont supérieurs à l'avantage concurrentiel de posséder et diriger sa propre infrastructure. Caractérisée par un degré élevé de concurrence, cette catégorie comprend des équipements tels que des satellites, des réseaux de câble, des antennes relais de téléphone mobile, etc.

Cependant, pour déterminer l'attractivité d'un investissement projeté, Macquarie se concentre sur les caractéristiques principales de l'infrastructure concernée plutôt que sur les types d'infrastructures. Certaines caractéristiques garantissent des revenus stables à long terme,



en cohérence avec les engagements de longue durée des fonds de pension ou d'autres investisseurs. Du point de vue de l'investisseur, par exemple, les équipements d'infrastructures régulés sont attrayants parce qu'ils fournissent des services essentiels à la communauté dans laquelle ils fonctionnent, ils tendent à faire l'objet d'une demande stable et solide, leurs revenus et leurs charges sont réglementairement et contractuellement prévus. Au contraire, certains équipements de production et de génération de gaz interviennent dans un secteur concurrentiel et, par conséquent, sont exposés aux risques du marché, ce qui les rend moins attrayants pour nos investisseurs.

*LES GESTIONNAIRES D'ACTIFS
DANS LES INFRASTRUCTURES ET
LES SERVICES ESSENTIELS : LE MODÈLE MACQUARIE*

Depuis plus de quinze ans, Macquarie a développé et amélioré un modèle d'investissement que l'on peut considérer comme unique, et qui est bien adapté au caractère souvent gigantesque des activités d'infrastructure. Aujourd'hui, les investissements de Macquarie représentent plus de 34 milliards d'euros de fonds propres à travers un portefeuille global de plus de 100 investissements dans les infrastructures et les services essentiels comprenant l'eau, la transmission de l'électricité et du gaz, les énergies renouvelables, les autoroutes à péage, les aéroports, les tours d'émission et l'infrastructure sociale. Environ 60 % de ce portefeuille se trouvent en Europe.

En créant et en contrôlant des gestionnaires d'actifs dans les infrastructures et les services essentiels, l'approche de Macquarie est basée sur les caractéristiques suivantes :

L'engagement à long terme

Le modèle d'investissement de Macquarie est basé sur un horizon d'investissement à long terme. C'est un élément qui se trouve au cœur de sa philosophie d'investissement et reflète le fait que les institutions qui investissent dans ses fonds, principalement fonds de pension, compagnies d'assurance et autres grands établissements, cherchent des rendements stables et prévisibles également sur le long terme. Dans la perspective de gestion d'un investissement, cela a un impact fondamental sur l'approche du groupe : quand Macquarie investit, ses équipes étudient ses perspectives de rendement sur les trente prochaines années. L'une des différences les plus significatives entre les investissements d'infrastructure de Macquarie et une approche traditionnelle de *private equity* réside dans le fait que les *business plans* de Macquarie ne supposent pas de vendre les entreprises acquises tandis



que l'approche typique du *private equity* vise la revente dans les trois à cinq ans.

De fait, les fonds de Macquarie comptent parmi leurs investisseurs les principaux fonds de pension dans le monde. Macquarie place par conséquent la stabilité et la pérennité des revenus de ses actifs au premier rang de ses priorités. Les investissements réalisés sont donc, dans la grande majorité des cas, des investissements de long terme. C'est la raison pour laquelle, sur les 125 investissements réalisés depuis sa création en 1969, Macquarie en possède toujours plus d'une centaine.

Par exemple, quand les fonds Macquarie ont acquis en 2004, 70 % de l'aéroport de Bruxelles auprès du gouvernement belge, lequel en a conservé 30 %, Macquarie a pris l'engagement de ne pas vendre cette participation au moins pendant dix ans. Quand deux fonds de Macquarie ont récemment acquis Airwave, le service des communications de sûreté publique britannique, le même engagement a été pris et le groupe a déclaré son intention de conserver cette participation à plus long terme encore.

Partenariat avec le management

Macquarie est intéressé par les sociétés dotées d'une équipe de management bien établie et forte. Le groupe intervient au niveau du conseil d'administration pour y apporter une impulsion stratégique et compléter les qualifications des équipes existantes de gestion en travaillant avec elles pour fournir un appui et pour augmenter la performance globale. Conformément à sa philosophie de long terme, le modèle de Macquarie fait donc une priorité de premier rang du recrutement, de la fidélisation et de la valorisation des collaborateurs de qualité.

Investir pour la croissance

Un gestionnaire d'actifs dans les infrastructures et les services essentiels est capable et désireux d'engager des programmes significatifs de dépenses d'investissement. Nos investisseurs veulent généralement maintenir ou accroître leur implication dans un investissement réussi, ce qui aboutit souvent à des investissements supplémentaires dans les mêmes cibles.

Les fonds de gestion Macquarie qui sont les principaux investisseurs dans Thames Water se sont accordés sur un programme d'investissement de 2,5 Md £ sur les trois prochaines années.

Dans le cadre de la privatisation des sociétés françaises concessionnaires d'autoroutes, Macquarie et Eiffage ont formé un partenariat qui a acquis en 2006 la majorité du capital d'APRR (Autoroutes Paris Rhin Rhône).



Le contrat de concession prévoit la signature à échéances régulières d'un contrat d'entreprise avec l'État : ce contrat définit les engagements d'investissement (sécurité, augmentation du réseau, etc.) à réaliser par la société concessionnaire. En contrepartie, le régulateur autorise des augmentations tarifaires selon des formules fiables.

Rentabilité et responsabilité

Pour un investisseur à long terme, il est essentiel que les entreprises soient gérées d'une manière à la fois rentable et responsable. Macquarie prend en compte la nécessité de satisfaire toute la gamme des parties prenantes - les employés et leurs syndicats, les usagers/clients, les décisionnaires, les régulateurs, les collectivités locales - parce que ces groupes impacteront la viabilité et la prospérité des activités. En tant qu'investisseur de long terme, il n'est pas dans les intérêts de Macquarie d'ignorer ou de chercher à compromettre les intérêts de ces parties prenantes.

Macquarie a une expérience étendue dans la mise en adéquation des besoins et des priorités de différents groupes de parties prenantes, en prenant en compte :

- la nécessité de faciliter les connexions nécessaires au sein de systèmes d'infrastructure plus larges ;
- la nécessité de travailler avec les employés et leurs syndicats, les collectivités locales, les communautés socioculturelles pour élaborer et mettre en œuvre des solutions étayées et consensuelles ;
- le besoin de « rendre » aux usagers la valeur de l'argent public investi ;
- la nécessité de fournir une performance financière en ligne avec les objectifs des investisseurs ;
- la nécessité de réduire au minimum les incidences environnementales et sociales négatives sur les communautés environnantes le cas échéant ;
- la nécessité de maintenir la priorité absolue de sûreté et de sécurité.

À titre d'exemple, notons que la plus grande compagnie de distribution d'eau et de traitement des eaux usagées du Royaume-Uni, Thames Water, acquise par un consortium dirigé par Macquarie's European Infrastructure Funds (MEIF) et MEIIFII en décembre 2006, est soumise à l'examen minutieux des régulateurs, des consommateurs et des médias. Depuis 2006, la société s'est concentrée sur son cœur d'activité et sur les questions qui importent vraiment à ses clients et parties prenantes : réparer les fuites, améliorer le service client et fournir une eau d'excellente qualité.

Avec un management revigoré et guidé par les spécialistes du secteur de l'eau de Macquarie, Thames Water a réalisé, en une année, des améliorations majeures. Ainsi, en 2007, alors que le gaspillage d'eau est

un vrai problème en Angleterre, les fuites sont restées dans les limites autorisées par la réglementation pour la première fois en sept ans. La même année, la société était en totale conformité sur ses activités de traitement des eaux usées alors qu'à l'été 2006, 23 sites sur 349 n'étaient pas conformes. Aujourd'hui, la qualité de l'eau potable est plus élevée que jamais.

Régulation et transparence

En raison de la nature des investissements dans les infrastructures, plusieurs sociétés dans lesquelles les fonds de gestion Macquarie investissent sont des entités régulées. On peut penser, par exemple, à Wales & West Utilities, Thames Water, Arqiva et National Grid Wireless, ou encore APRR en France. Dans ce type d'investissement, le cadre de régulation permet de contrôler et de garantir les prix, les niveaux de service et d'investissement. En outre, les entités réglementées doivent transmettre des rapports publics au régulateur, assurant par là un niveau approprié de responsabilité, de transparence et de publicité. D'autres investissements tels que l'aéroport de Bristol ne sont pas sujets à des contrôles formels des prix. Cependant, leurs activités sont sujettes à des règlements sectoriels spécifiques pour s'assurer que leur comportement est en conformité avec l'intérêt général.

D'autres infrastructures sont régies dans le cadre des accords de concession de service public, avec les normes correspondantes de service, de fixation des prix et de contrôles étendus prévus dans le traité de concession. Au sein du portefeuille de Macquarie, cela correspond, entre autres, à APRR, East London Bus Group, Moto (aires de services d'autoroute) et Airwave.

Quant à la notion de transparence, beaucoup de fonds de gestion d'infrastructures et de services essentiels de Macquarie sont des sociétés cotées et, en tant que telles, elles fournissent une communication financière détaillée et autres rapports réguliers qui comportent également des informations sur les sociétés où Macquarie a investi.

À titre d'exemple, plusieurs actifs présents sur différents marchés peuvent être cités :

- APRR, acheté conjointement en 2006 par les fonds Macquarie Infrastructure Group (MIG coté sur l'Australian Stock Exchange ASX) et Macquarie's European Infrastructure Funds (MEIF, non coté) et Eiffage ;
- Midland Expressway Limited, la société gestionnaire de M6 Toll, propriété de Macquarie Infrastructure Group (MIG) ;
- les aéroports de Bristol et Bruxelles tous deux partiellement propriété de Macquarie Airports (MAp) également coté à l'ASX ;
- Airwave, Arqiva et National Grid Wireless partiellement propriété de



Macquarie Communications Infrastructure Group (MCG) également coté sur l'ASX ;
- Red Bee Media est contrôlé par Macquarie Capital Alliance Group (MCAG), coté à l'ASX.

Effet de levier

L'un des attraits principaux de l'investissement dans des capitaux d'infrastructure est enfin leur capacité à produire des *cash flows* prévisibles et stables sur une perspective d'avenir très étendue. Ainsi, ils peuvent soutenir un niveau de dette supérieur à d'autres types d'entreprises où l'on constate une volatilité plus élevée des revenus et des dividendes. L'approche de Macquarie consiste donc à structurer la dette de manière appropriée à la nature des activités et à sa vision d'investisseur à long terme. Il en résulte que le niveau de levier dans différentes entreprises peut différer sensiblement. Chaque structure de dette proposée est rigoureusement examinée au regard d'une gamme de scénarios selon les hypothèses les plus défavorables pour en assurer la solidité. Cette analyse est encore passée au crible et finalement approuvée par l'ensemble des banques qui participent au financement de la dette pour chaque investissement. En conséquence, la dette, sa structuration et sa gestion font partie de la stratégie globale d'investissement.

Le cas échéant, les structures utilisées par Macquarie fournissent davantage de capital pour satisfaire les besoins d'investissement et les plans d'expansion de l'entreprise, ainsi que les besoins éventuels de liquidités. La protection contre les changements défavorables du coût d'emprunt est aisément mise en œuvre par l'intermédiaire du marché. En outre, Macquarie met en œuvre une politique de *hedging* afin de limiter le risque découlant de l'évolution des taux d'intérêt.

Au sens large, les fonds d'investissement représentent aujourd'hui une composante significative du paysage économique et financier européen. Dans cette catégorie, il existe une large gamme d'approches et de modèles d'investissement. Les gestionnaires d'actifs dans les infrastructures et les services essentiels, un modèle dont Macquarie est clairement le pionnier, constituent à cet égard une approche dont les avantages sont substantiels non seulement pour les parties prenantes directes mais aussi pour les acteurs soucieux de répondre aux besoins plus larges d'investissements continus dans les infrastructures essentielles pour la collectivité.

*ANNEXE**À PROPOS DU GROUPE MACQUARIE*

Le groupe Macquarie est un fournisseur international diversifié de services financiers, de conseil et d'investissement spécialisés, avec plus de 12 000 employés dans 25 pays. Aujourd'hui, les investissements représentent plus de 34 milliards d'euros en fonds propres.

Macquarie est coté à la Bourse des valeurs australienne.

Le groupe s'implique activement en Europe depuis la fin des années 1980. Aujourd'hui, Macquarie a plus de 1 000 employés en Europe. Le siège régional est à Londres, des bureaux ayant été progressivement ouverts à Dublin, Francfort, Genève, Milan, Munich, Paris, Rome, Vienne et Zurich.

L'approche de Macquarie consiste à se concentrer sur des secteurs choisis où ses compétences et expertises particulières procurent de vrais avantages pour les clients et les investisseurs. C'est ce qui a permis à Macquarie de développer des compétences hautement spécialisées et de se positionner comme le leader du marché dans une vaste gamme de secteurs d'activité au niveau international. Les activités de gestion de fonds d'infrastructure de Macquarie en sont évidemment un exemple des plus parlants.

En tant que gestionnaire d'actifs dans les infrastructures et services essentiels, Macquarie est à la fois :

- conseil ;
- arrangeur ;
- souscripteur ;
- gestionnaire de fonds ;
- investisseur.

Ces activités recouvrent à la fois l'identification des investissements existants ou à développer, leur gestion active et l'évaluation des opportunités.

NOTES

1. OCDE (2007), *Les infrastructures à l'horizon 2030, volume 2 : électricité, eau et transports - quelles politiques ?*