

PORTRAIT D'ENTREPRISE

Macquarie : une banque dans les infrastructures

Dominique Lorrain

Macquarie Group

Sydney

Créée en 1985 sous le nom de Macquarie Bank.

Transformée en 2008 en Macquarie Group et Macquarie Capital (la banque d'investissement).

En 2007, 227 milliards A\$ d'actifs gérés dont environ 50 GA\$ dans les infrastructures.

En 2009, 7 fonds cotés dans les infrastructures et 9 non cotés; dans l'immobilier, 3 fonds cotés et 3 non cotés.

Autoroutes à Chicago et en Illinois, 100% de la M6 en Grande Bretagne; 40,7% d'Effarie qui contrôle APRR en France. Médias par Macquarie Media Group. Énergie aux États-Unis. Contrôle de Thames Water (GB). Ports en Chine et aux États-Unis.

La banque Macquarie est une figure emblématique de la finance dans les infrastructures (1). Elle fut la première à introduire ce type d'actifs au côté des placements habituels en actions, obligations, produits monétaires et immobiliers. En vingt années de développement, elle a constitué un portefeuille d'environ 50 milliards de dollars australiens (50 GA\$), réparti dans plusieurs pays et différents secteurs (autoroutes à péages, aéroports, ports, réseaux câblés, adductions d'eau, énergie) (voir encadré 2 en fin d'article). En 2008, lorsque les marchés se sont retournés, on pouvait dire qu'elle avait trouvé sa place dans un paysage jusqu'alors dominé par les grands opérateurs publics et privés. Macquarie représentait la figure du nouvel entrant, venu d'un secteur auquel on ne pensait pas. Le décryptage de son histoire récente dans les infrastructures est intéressant à

plus d'un titre. Il permet de répondre à la question: qu'est-ce qu'un acteur financier dans les infrastructures (2)? Comment est-il organisé et selon quelle logique? Si la rentabilité financière est une donnée importante, comment s'inscrit-elle dans des mécanismes qui impactent la gestion des infrastructures? Et en quoi cette approche est-elle différente de celle des opérateurs « classiques »?

Dans un précédent article, nous avons étudié cette banque juste avant l'attribution des autoroutes françaises, en octobre 2005 (3). Nous présentions son histoire, son modèle, sa présence dans les infrastructures et discussions de la possibilité pour ce type de firme de s'engager sur le long terme dans la gestion de pareils actifs fixes. Depuis, plus de quatre années se sont écoulées, marquées par une conjoncture contrastée: la poursuite du cycle haussier en

2006 et au premier semestre 2007; le retournement à partir de l'été 2007 accentué par la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Cette brève période nous permet de voir en temps réel comment se comporte cet investisseur financier dans deux contextes opposés et quelle est la résilience de son modèle.

Une brève histoire

L'histoire peut se résumer ainsi. À la fin des années 1960, une banque britannique ouvre une petite filiale en Australie. La dérégulation du marché financier australien en 1981 lui offre des opportunités nouvelles. Elle adopte le statut de *trading bank* et prend son autonomie sous le nom de Macquarie Bank. Deux facteurs vont la conduire sur la voie des infrastructures. Premièrement, en 1992, le gouvernement australien décide d'étendre un régime de retraite par capitalisation à tous les salariés. Le flux des versements obligatoires ainsi créé procure une ressource nouvelle et régulière aux banques australiennes et les pousse à rentrer dans les mécanismes de la transformation financière: placer les capitaux reçus aujourd'hui de façon à ce qu'ils génèrent des revenus pour couvrir les retraites de demain (Peng et Newell, 2007). Deuxièmement, à la même époque, le gouvernement de Nouvelle-Galles du Sud engage une politique de privatisation des autoroutes autour de Sydney et c'est par ces opérations que la banque fait son entrée dans ce secteur (Gordon, 2008). Elle participe au financement de l'autoroute M2; elle organise l'introduction en bourse de « Infrastructure Trust

| Les actifs gérés par Macquarie (En milliards de dollars australiens: GA\$) | | | | |
|---|----------|----------|----------|----------|
| | 2002 (a) | 2003 (b) | 2005 (c) | 2007 (d) |
| Total des actifs gérés | 30,2 | 57,0 | 94,0 | 225,0 |
| Dont infrastructures | 11,8 | 23,0 | 32,0 | 50+ |
| (a) <i>FT</i> , September 13, 2002 (b) <i>FT</i> , September 25, 2003 (c) <i>FT</i> , October 29-30, 2005; Plaquette, présentation de MIG et des fonds gérés par Macquarie, Macquarie, octobre 2005, p. 11. (d) <i>FT</i> , October 16, 2007 | | | | |

of Australia » qui est engagé dans quatre projets d'autoroutes à péage à Sydney (*Financial Times*, November 13, 1996). On est en 1996; cette année est aussi celle de l'introduction en bourse de Macquarie.

À partir de cette entrée modeste, le portefeuille va s'élargir rapidement à partir d'actifs en Australie et en Nouvelle Zélande. Les jeux olympiques de Sydney en 2000 nécessitent de nouvelles infrastructures et offrent des opportunités car les acteurs publics, confrontés à des difficultés budgétaires, privilégient les montages avec le secteur privé. Au début de 2001, témoignage de cette progression, Macquarie Infrastructure Group (**MIG**), société cotée à la bourse de Sydney qui consolide les activités dans les autoroutes, fait partie des cinquante premières firmes; sa capitalisation est d'environ 2,5 GA\$ (4).

Le véritable tournant survient avec la crise financière de 2001-02. Il y a pléthore d'actifs dévalorisés. Les firmes d'infrastructures doivent réduire leur dette et elles vendent; les fonds de pension et autres banques, qui eux aussi ont perdu beaucoup, recherchent des placements qui leur offrent un rendement raisonnable sans risques.

Macquarie réalise des opérations importantes à l'étranger dans les autoroutes et les aéroports. En 2001, elle développe une association avec Grupo Ferrovial qui intervient sur les mêmes marchés (5); plutôt que de s'affronter, les deux groupes préfèrent la coopération. Sa filiale cotée, MIG, prend 40% de Cintra, le véhicule qui porte les activités du groupe espagnol dans les autoroutes. La banque rentre ainsi dans plusieurs affaires dont l'autoroute 407 (69 km autour de Toronto) remportée en 1999 par Ferrovial associée à SNC Lavalin et un fonds de placement (*FT*, April 14, 1999). La banque prend aussi une participation dans l'aéroport de Bristol (où Ferrovial détient 50%) et elle rentre dans celui de Birmingham; à cette occasion, elle crée un nouveau fonds spécialisé, Macquarie Airport Group (**MAG**, non coté), contrôlé à 36% par **Macquarie Airports** (filiale cotée). En 2002, la banque l'emporte devant la concurrence pour l'aéroport de Sydney (avec Ferrovial, 20%). L'année suivante, elle rentre dans celui de Rome.

Donc, en quelques années et à partir de rien, Macquarie s'est hissée parmi les grands gestionnaires d'infrastructure, elle est présente dans quatre aéro-

ports et c'est le premier acteur financier dans ce secteur. Cette politique va se poursuivre. D'année en année, la valeur des infrastructures en gestion augmente (voir tableau), phénomène qui reflète à la fois l'acquisition de nouveaux actifs et la hausse des valeurs des fonds existants. Au printemps 2006 (6), son portefeuille inclut six aéroports, 28 autoroutes à péages, etc. Le total de ses actifs en gestion est de 140 GA\$ (107 G\$) dont plus de 32 GA\$ dans les infrastructures; ils ont progressé des deux tiers en deux ans (*Les Échos*, 21 août 2006). À l'automne 2007, au moment du retournement du cycle, les actifs en gestion se montent à 225 GA\$ et le pool d'infrastructures a continué de progresser pour atteindre environ 50 GA\$; Macquarie gère 31 fonds d'infrastructures (voir encadré 2 en fin d'article). La petite banque australienne "had become a global institution" (*FT*, May 16, 2007).

Le modèle Macquarie et les infrastructures

Il faut d'abord relever que Macquarie n'est pas une *utility*: même si le total de ses actifs infrastructurels est important, c'est d'abord une banque. Et l'on peut penser que ce positionnement global pèse quelque part sur son approche des questions urbaines. La banque est organisée en six « groupes », eux-mêmes subdivisés en « divisions » gérées de manière autonome; l'organisation est très décentralisée. Comme le souligne l'ancien directeur général, Allan Moss, une culture non hiérarchique la caractérise et elle s'organise comme une « fédération de différentes entités »

(Gordon, 2008, pp. 13-16). Cette séparation des activités représente aussi une manière de répartir les risques. De plus, le fait de traiter chaque actif comme une entité spécifique est congruent avec la nature du secteur; dans les infrastructures, le marché est local; ce qui a conduit les grandes firmes de services urbains à développer des structures locales-globales (Lorrain, 2007).

Les activités urbaines de Macquarie relèvent de deux « groupes »: *investment banking*, et *banking & properties* (7). Dans chaque cas, la banque intervient en intégrant les différentes facettes de son métier de banquier. À côté des divisions qui possèdent et gèrent les actifs, d'autres sont en charge du financement de projet et d'autres encore font du conseil. À partir de 2000, la banque a étendu son activité de conseil financier; elle a ouvert des bureaux ou racheté des « boutiques » (8). Ces entités lui servent de poisson pilote pour identifier les transactions où elle peut se positionner, soit comme financeur classique, soit en s'engageant en plus comme investisseur et opérateur. Dans ce modèle industriel, la propriété et la gestion d'infrastructures s'inscrivent dans une chaîne de valeur large dont font partie le conseil, le financement de la dette et toutes les activités de fusions et acquisitions. Donc Macquarie n'entre pas dans les infrastructures avec une logique de "utility" (qui se concentre sur l'exploitation, les tarifs, les volumes et l'optimisation des facteurs), une partie de la valeur qu'elle va extraire tient à son ingénierie financière.

Le « modèle » Macquarie peut se définir en termes simples comme l'ap-

plication de la technique du financement par la dette à des infrastructures. Cette technique est connue puisque développée par les fonds de "private equity" dès le début des années 1980. Elle consiste à acheter des entreprises, ayant un potentiel, à partir d'une combinaison entre dette et capital (apporté par des investisseurs) et à utiliser les cash flows de l'entreprise pour rembourser la dette et faire remonter des profits sur le fonds d'investissement. Une fois l'entreprise restructurée, elle est revendue à d'autres investisseurs ou introduite en bourse. La plus-value ainsi dégagée rémunère le fonds de *private equity* et ses investisseurs (9). L'innovation introduite par Macquarie est double. Elle a été d'appliquer cette technique d'achat et de financement par la dette (LBO) aux infrastructures, en considérant que leurs cash flows réguliers en faisaient des produits idéaux pour cette technique. Elle a été aussi d'utiliser le transfert d'actifs (de la banque vers un fonds non coté, puis vers un fonds coté en bourse) comme un mécanisme permanent d'extraction de valeur et non comme une technique de sortie. Ce faisant, la banque a pu attirer les investisseurs en mettant en avant la qualité de ses actifs, la faiblesse des risques (activités à monopole) et le niveau des rendements.

Autrement dit, Macquarie Bank identifie des infrastructures de qualité et les achète en propre ou avec l'appui d'un fonds spécialisé. Elle les finance par de la dette. Le fonds spécialisé regroupe des actifs dans un secteur ou dans une zone géographique; au départ, il est non coté. Une fois déve-

loppé, la banque procède à son introduction en bourse. En cédant ses actifs (au fonds non coté) ou sa participation (en bourse), la banque réalise des plus-values tout en gardant la gestion du fonds et la gestion de l'infrastructure qui lui procurent des honoraires. Donc, la rentabilité du modèle Macquarie se trouve fondée sur quatre mécanismes:

- acheter des actifs à un prix raisonnable,
- financer par de la dette (apportée par la banque),
- réaliser des plus-values de cession d'actifs au moyen de transferts de la banque vers un fonds non coté, puis lors de son introduction en bourse,
- dégager des honoraires en assurant la gestion des actifs primaires et des différents fonds.

Les dirigeants recherchent un équilibre subtil entre l'exigence de marchés ouverts (pour pouvoir y entrer) mais protégés par un monopole (pour garantir le résultat). Le président de Macquarie Media explique ainsi "(the fund) would target assets that had stable earnings, strong cash flows and market positions protected by high competitive barriers": relevons ce bel oxymore "competitive barrier", qui associe la concurrence et la protection (FT, October 5, 2005).

Globalement, ce modèle a bien fonctionné. Il n'a pas connu de défaut de paiement d'un fonds spécialisé, les remontées des profits des actifs primaires sur les fonds ont été élevées et Macquarie Bank fait partie du très petit nombre de firmes cotées qui peuvent se prévaloir de dividendes en progression constante sur une période de quatorze

ans. En Australie, la presse évoque “the millionaire factory” (*FTfm*, May 21, 2007). Seuls la crise et les résultats de 2009 mettront un terme à cette performance. Au moment de son introduction en bourse, en 1996, le titre se situait un peu en dessous de 10 dollars australiens; en 2000, au moment de la bulle des dotcoms, il atteint 40 A\$; après 2002, il ne cesse de monter pour atteindre un maximum de 99 A\$ en mai 2007. Ces résultats ont permis d’attirer les investisseurs (*FT*, October 16, 2007 et April 4-5, 2009) (10).

Ce succès global n’exclut pas quelques critiques (11). En premier lieu, ce système se nourrit de son succès. Puisque les profits servis aux investisseurs sont générés par des actifs achetés avec principalement de la dette, le système pousse à la hausse. Plus la base s’élargit et plus le volume des dividendes et des honoraires de gestion augmente; en théorie, il n’y a pas de limite à l’élargissement du périmètre des actifs. Les détracteurs parlent de « *Macquisition* » pour résumer d’une formule la frénésie d’achats. Une seconde critique récurrente est que ce modèle est adapté à des périodes de dette peu chère et de prix des actifs bas (12). Enfin, une limite du modèle vient de son succès et de son imitation par des concurrents qui s’intéressent aux infrastructures et constituent à leur tour des fonds dédiés: Babcock & Brown, Hastings, Goldman Sachs, Dubai Investment Authority et plusieurs fonds de *private equity* (*Flux* n°71 et 72/73). Ils contribuent à pousser les prix à la hausse; ce qui réduit le nombre des « bonnes » opérations.

Dans le cycle haussier:

Macquisition

Dans le cycle haussier, du printemps 2005 jusqu’au milieu de 2007, la banque multiplie les achats et lance de nouveaux fonds. Elle est portée par la hausse des capitaux en quête de placements et le succès de son modèle. Tant qu’existent des capitaux disponibles, des besoins en infrastructures et un financement par la dette, ce modèle est sans limites. La machine à *deal* tourne à plein régime. Les équipes travaillent en permanence et en parallèle sur de nombreuses affaires. Toutes n’aboutissent pas mais leur suivi dans le temps impressionne. Il faut reconstituer ces dossiers mois par mois pour se rendre compte de cette frénésie des affaires (13). Examinons les opérations sur cette durée de deux ans. La banque est partout, comme ses concurrents. Elle se déploie dans tous les types d’infrastructures.

Elle soumet une offre pour l’aéroport de **Copenhague** où elle est retenue (2005). Dans le secteur de l’eau, en 2006, elle reprend **Aquarion** au groupe britannique Kelda (petite société d’eau de la côte est des États-Unis qui sert environ 700 000 habitants) et surtout **Thames Water**, la première compagnie d’eau britannique (c’est une opération de 11,9 G€). Elle poursuit dans ce pays avec des actifs de **Stagecoach** (transport par bus) pour 263,6 M£ (380 M€), l’achat de la première société de parkings (**NCP**) et la reprise de deux sociétés de communication: **Wireless** qui possède un réseau de transmission sans fil pour la télévision et la radio, et **Airwave** qui gère un réseau de transmission sécurisé pour la police et les

services d’urgence. Ce faisant, la banque acquiert une position de monopole sur des réseaux essentiels – transmissions terrestres pour la radio et la télévision, et services sécurisés. Aux États-Unis, elle reprend Duquesne Light, une compagnie électrique de Pennsylvanie pour 1,59 G€, et 40% dans six **terminaux porte-conteneurs** gérés par le coréen Hanjin Shipping (14) (Long Beach, Oakland, Seattle). À la suite d’échanges d’actifs avec Goldman Sachs, elle reprend le deuxième **réseau câblé de Corée du Sud**. Elle s’intéresse au **Japon** et acquiert une **autoroute à péage**. Enfin, Macquarie pendant cette période crée trois fonds et lève des capitaux: un fonds à Singapour, un fonds Europe (MEIF II, 6,3 G\$) et un fonds Amérique du Nord (4 G\$). Ils sont destinés à acquérir des infrastructures. Le fonds Europe vise entre 8 et 15 actifs, il a levé trois fois plus de capitaux que son prédécesseur datant de 2004 (*FT*, May 4, 2007).

Pour que cette lecture soit complète, il nous faut aussi mentionner les opérations qui n’aboutiront pas; elles sont importantes en nombre, en taille et en temps consacré. Elles participent tout autant à l’animation des marchés. La banque échoue pour la privatisation de l’aéroport de *Budapest* devant l’offre de BAA. Alors que l’opération dans les autoroutes en France n’est pas décidée, elle fait une offre de reprise du *London Stock Exchange* pour 1,5 G£. Cette opération ne se fera pas. La banque propose 7,3 G€ pour reprendre *PCCW*, le groupe de Richard Li qui contrôle Hong Kong Telecom. Pour aboutir, cette opération suppose l’accord de China

Netcom qui détient 20% et celui des autorités chinoises. L'affaire connaît de nombreux rebondissements et n'aboutit pas. La banque échoue à deux reprises dans les ports. Elle fait partie d'un consortium qui dispute l'opérateur portuaire *Associated British Ports* à Goldman Sachs; la banque de New York l'emporte avec une offre d'environ 2,75 G£ (4 G€). Les équipes étudient l'offre de vente de Orient Overseas International (Hong Kong) pour certaines de ses activités de *porte-conteneurs aux États-Unis* (New York/New Jersey et Vancouver); finalement, ce sera Ontario Teachers qui l'emportera; Goldman Sachs se trouvait sur les rangs. La banque fait une offre de 1,1 G€ pour *Techem*, une firme allemande de services pour les secteurs de l'énergie et de la distribution d'eau (facturation), mais il semble que le management veuille rester indépendant (15). Peu de temps après sa reprise de Thames Water, la mise en vente de la *Saur* lui donne une opportunité d'entrer sur le marché français; il s'agit de la 3^e compagnie d'eau. Le réflexe national va jouer et Sécché Environnement appuyée par la CDC et Axa l'emporte pour 1,8 G€.

La compétition est également rude en Australie où le groupe échoue sur plusieurs dossiers importants. Elle manque la reprise de *Patrick* (une société de logistique), malgré une offre de 5 G\$, face à Toll Holdings. La banque participe à la reprise d'*Alinta*, l'entreprise de transmission électrique (opération d'environ 6,7 GA\$, 3,46 G€). À l'origine, c'était une entreprise publique du gouvernement de Western Australia, privatisée en 2000. Ce sera un dossier très

sensible. Finalement, Babcock & Brown, associée à Singapore Power, l'emporte pour 8 GA\$ (6,5 G\$) et 6,5 AG\$ en reprise de dette (*FT*, March 31 & April 1; *FT*, May 23, 2007). Elle syndique une offre de rachat de la compagnie nationale *Qantas* qui échoue faute de convaincre assez d'actionnaires. La banque intervient dans le dossier à rebondissement des supermarchés *Coles* (c'est une opération d'environ 20 GA\$); en définitive, l'opération va se faire mais la banque, comme ses partenaires financiers, se retire et le conglomérat *Westfarmers* réalise seul la transaction.

Au total, ce sont vingt-quatre opérations (réussies ou manquées) que la banque a gérées en deux ans, soit un rythme d'une opération par mois. Mais, mieux qu'un long discours, un zoom sur une période particulière illustre la frénésie de cette « machine à transactions ». Le mois d'octobre 2005, est particulièrement emblématique, qu'on en juge (voir encadré 3 en fin d'article). Sur ce bref instant, la banque lève autour de deux milliards de dollars par un fonds spécialisé et par l'introduction en bourse d'une filiale non cotée, elle réalise quatre acquisitions majeures, et ce mois frénétique s'achève par la reprise des Autoroutes Paris Rhin Rhône.

L'impact de la crise

Pour l'exercice 2006/07 (qui s'achève en mars), Macquarie Bank affiche des performances somptueuses malgré les échecs pour ses tentatives de reprise de *Qantas* et d'*Alinta*. Son profit augmente de 60%, tiré par les investissements à l'étranger: 1,46 GA\$ (1,22 G\$), soit presque six fois leur niveau de

2001. Mais les marchés sont « déçus » car la banque annonce que pour le second semestre de l'exercice en cours, elle aura au mieux les mêmes résultats: tyrannie de la croissance perpétuelle.

En une journée d'août 2007, l'action Macquarie chute de 10% car deux de ses fonds "Fortress" pourraient perdre plus de 300 MA\$. Les marchés s'interrogent sur son exposition aux *sub-primes* et aux risques (*FT*, Aug., 2, 2007) (16). À l'époque, avec 25 fonds cotés et 800 GA\$ (687 G\$) de produits dérivés dans son bilan, la banque est devenue un conglomérat financier aux opérations complexes. "The problem that they (Macquarie) have is the complexity of their business. There are now so many funds out there that you really need a PhD in mathematics to understand how they generate their earnings" (Ivor Ries, directeur d'une société d'étude cité dans *FT*, August 3, 2007).

En fait, la banque a été prudente: "Macquarie is risk averse and conservative organisation and that is embedded in our culture" (interview d'Allan Moss, CEO, *FT*, Feb. 7, 2008.). Aucun de ses fonds ne se trouve en défaut sur la dette. Mais lorsque le doute s'installe, tout le monde est touché (17). Les dirigeants doivent communiquer, expliquer leur modèle. Ses pratiques en matière de bonus sont critiquées; il y a de quoi tout de même: treize dirigeants se sont partagé 180 MA\$ de profits après impôts contre 633 MA\$ pour tous les actionnaires! (*FT*, July 4, 2007)

À partir de l'automne 2007, la machine à *deal* ralentit. Les montages prennent plus de temps car les investis-

seurs deviennent plus prudents. La baisse des marchés actions affecte les valeurs des différents fonds cotés du groupe (dans les infrastructures et l'immobilier).

Pour l'exercice 2007/08, la banque annonce un nouveau profit record de 1,8 GA\$ (pour la 14^e année consécutive) (18). Mais cela ne supprime pas les interrogations sur le modèle: les analystes attendaient un profit de 1,9 GA\$; ils doutent que la performance puisse être répétée pour l'exercice suivant (*FT*, Feb. 7, et May 21, 2008). Les opérations de fusions et acquisitions sont ralenties et par là même les honoraires, tandis que la chute des valeurs stoppe les profits issus du transfert des actifs (de la banque vers un fonds non coté, puis de l'introduction en bourse de ce fonds); or, ces deux sources expliquent environ 30% du profit d'exploitation du groupe pour l'exercice 2007/08. Des fonds d'arbitrage jouent à la vente. La spéculation s'intensifie. Le titre a beaucoup baissé et connaît de grandes variations. Le 15 septembre 2008, il est à 41 A\$ (son niveau de 2000), il chute à 26,05 A\$ le 18 septembre pour remonter à 35 A\$ le lendemain. Pour sa défense, la banque rappelle qu'elle dispose d'actifs liquides de 20 GA\$, soit le double du montant de l'année précédente, et donc, que sa structure de bilan est solide (*FT*, September 20 - 21, 2008); elle continue à attirer des capitaux et partout dans le monde les besoins en infrastructures sont importants donc les fondamentaux restent positifs (*FT*, May 5, 2008, p. 15). Le gouvernement d'Australie prend des mesures pour limiter les ventes à terme

des fonds d'arbitrage. Il garantit également les dépôts des banques (19).

Cette période de turbulence marque un tournant dans la stratégie du groupe. À la fin de l'année 2007, la banque change son organisation pour s'adapter aux nouvelles réglementations. Elle crée une holding – **Macquarie Group** – où sont logées les activités non bancaires (gestion de fonds, etc.), et cette structure coiffe la banque d'investissement désormais appelée **Macquarie Capital**. Dans la mesure où l'activité de banque est de plus en plus réglementée, ce montage donne de la souplesse aux autres activités que le groupe entend développer à l'étranger: gestion de fonds, trading, banque d'investissement (*Les Échos*, 21 août 2007, p. 21). Le groupe crée aussi à Londres une petite équipe de gestion et d'études sur les marchés actions, tournée vers les investisseurs institutionnels. Elle travaillera d'abord sur les marchés où la banque a une expertise: infrastructures, *utilities*, ressources naturelles et immobilier (*FT*, Nov. 14, 2007). Par ailleurs, Allan Moss, le directeur général et inventeur du modèle, part en retraite (mai 2008) et avec lui, c'est une partie de l'équipe dirigeante et fondatrice qui quitte le groupe. Le milieu financier s'interroge sur l'impact que ces départs vont avoir sur une activité qui reste très personnalisée.

Prudence et désengagement

En mai 2008, la banque, associée à Cintra, retire son offre pour la privatisation du **Pensylvania Turnpike** (500 miles, un contrat de 75 ans et un prix estimé entre 12 et 18 G\$) (20). À l'automne, elle vend une division de prêt qui

présente des risques (*FT*, Sept. 27-28, 2008), elle vend aussi son activité de prêts hypothécaires en Italie (*FT*, October 21, 2008). À l'inverse, elle entre en négociation avec Hengtei Securities en Chine pour établir une joint-venture (*FT*, Jan. 9, 2009, p. 17)

Comme beaucoup le pensaient, l'exercice 2008/09 traduit une dégradation générale. Au printemps 2009, le groupe annonce un profit d'environ 900 MA\$ (contre 1,8 GA\$ l'année précédente) après avoir provisionné les baisses de valeur des fonds cotés et d'autres activités cédées. Cette annonce de résultats entraîne une vive réaction des marchés. L'action chute de 32 A\$ au début janvier 2009 à 24 A\$ début février et à 16 A\$ un mois plus tard (c'est la plus faible valeur depuis décembre 1998) (21). L'interrogation porte sur l'impact des baisses de valeur des fonds cotés sur Macquarie Group. Le groupe se trouve dans une période de transition: il lui faut se réorganiser dans une nouvelle conjoncture mais il doit encore porter les conséquences d'opérations montées dans un cycle haussier. Ses difficultés sur un projet d'autoroute à péage desservant l'aéroport de Brisbane sont un bon exemple de ces moments d'ajustement (voir encadré 1 en fin d'article).

Mais, même si Macquarie connaît des difficultés, elle fait bien mieux que de nombreux rivaux: Babcock & Brown est très affectée par sa dette. La banque n'a pas été obligée de lever des capitaux frais auprès de ses actionnaires. Pour éliminer les foyers de pertes, elle a **cédé des actifs**; en mars 2009, ce montant est d'environ 15 GA\$

d'actifs. En même temps, elle a levé 21 GA\$ dans de nouveaux fonds et les dépôts de détail ont progressé de 27% à la fin de 2008 pour s'établir à 11,9 GA\$ (*FT*, January 9, 2009, p. 17; February 6, p. 16 et March 3, p. 18). Comme le souligne son directeur financier, elle dispose de 32,1 GA\$ d'actifs liquides qui dépassent et de beaucoup ses dettes à court terme de 12,7 GA\$ (Greg Ward, *FT*, Feb. 10, 2009, p. 10). En février 2009, Macquarie Capital achète l'activité de trading de **Constellation Energy** (New York) qui lui permet d'intervenir sur le marché de gros. Macquarie intervient alors dans les infrastructures par 7 fonds cotés et 9 non cotés, et dans l'immobilier par 3 fonds cotés et 3 autres non cotés ([http://macquarie.com.au/infrastructure and real estates vehicles](http://macquarie.com.au/infrastructure_and_real_estates_vehicles), consulté le 2 février 2010).

Pour le reste de l'année, les ventes l'emportent sur les achats. Canada Pension Plan Investment Board (Canada Pension (22)) fait une offre de 1,37 GA\$ pour reprendre Macquarie Communication Infrastructure Group (**MCG** (23)), un fonds coté détenu à 18,3% par la banque; cette offre correspond à un premium de 134% par rapport à la valeur des trois derniers mois; de plus, la banque recevra 56,5 MA\$ pour céder la société de gestion du fonds satellite et elle recevra environ 4 MA\$ par an pendant dix ans pour son conseil. L'annonce de cette transaction arrive au bon moment, elle fait monter les valeurs des autres grandes filiales cotées (Macquarie Airports, Macquarie Infrastructure, Macquarie Media) et par là même améliore la valeur des participations au

bilan de la banque qui s'arrête le 31 mars 2009 (*FT*, April 1, 2009). L'offre de Canada Pension sera relevée à 1,64 GA\$ en juin 2009; ce qui permettra de lever l'opposition de deux autres actionnaires détenant au total 20% de MCG.

Le secteur des **aéroports**, qui avait été à l'origine de la percée du modèle Macquarie, connaît aussi des reclassements. Le premier désengagement concerne l'aéroport de Rome. En 2003, la banque a pris une participation de 44,7% (500 M€) dans la société qui exploite les aéroports de Flumicino et Ciampino, au côté d'actionnaires italiens (51%). Ceux-ci interviennent par une structure qui associe Gemina, la holding de Cesare Romiti (l'ancien président de Fiat), la famille Benetton et le fonds d'investissement d'un ancien directeur de Fininvest (Berlusconi). Entre eux des désaccords ne facilitent pas la prise de décision. La société d'exploitation ne tient pas ses promesses. Au début de l'année 2007, Macquarie décide de se faire entendre: i) elle bloque un programme d'investissement de 2,2 G€ (un milliard concerne une extension nécessitant l'achat d'une parcelle qui appartient aux Benetton), ii) elle bloque la nomination d'un nouveau directeur (24). Les actionnaires italiens proposent de reprendre sa participation. En définitive, Macquarie accepte de se retirer pour 1,24 G€ (*FT*, June 18, 2007) mais elle abandonne son plus gros investissement dans le secteur (25).

En mai, Macquarie Group et Macquarie Airports annoncent la vente de leur participation (19,9%, 470 MA\$, acquise en 2007) dans **Japan Airport Terminal** (JAT) qui gère des bâtiments

sur Haneda, l'aéroport domestique de Tokyo. Désormais, le gouvernement japonais incite au contrôle national de ces facilités essentielles et JAT rachète ses actions.

En juillet 2009, Macquarie Group se sépare de sa filiale **Macquarie Airports** (cotée). La banque accepte d'abandonner son contrat de gestion de long terme en échange de reprises d'actions valorisées à 345 MA\$. Rapidement, Macquarie Airports procède à des reclassements. Elle vend sa participation dans l'aéroport de Bristol à Ontario Teachers et reprend leur participation dans celui de Copenhague pour détenir 30,8%; ces transactions génèrent un solde positif de 120 MA\$ (*FT*, September 17, 2009, p. 20).

Ce retrait a une logique du point de vue de la rentabilité. À partir d'une étude de la banque UBS pour 32 fonds cotés et non cotés en Australie, et de données de la bourse de Sydney, deux chercheurs ont mesuré la performance des différents actifs entre le 3^e trimestre 1995 et le 2^e de 2006 (Peng et Newell, 2007). En terme de retour global, le secteur des infrastructures en Australie fait mieux que les actions, les obligations et l'immobilier. Les auteurs expliquent donc les raisons de l'investissement de nombreux fonds dans cette classe d'actifs. Les aéroports quant à eux se classent derniers, après les obligations. Plusieurs facteurs expliquent ce piètre résultat. Premièrement, le trafic aérien a chuté après le 11 septembre 2001. Deuxièmement, c'est un secteur où la logique de *hub* fonctionne pleinement; les grands aéroports détenant une position incontournable sur les grands flux

ont mieux résisté (26); Macquarie a un portefeuille dans des aéroports de second rang (voir encadré 2 en fin d'article). Troisièmement, les résultats financiers ne s'obtiennent pas que par de l'ingénierie financière. Il faut s'impliquer dans la gestion, ce qui suppose d'être en position majoritaire et de mobiliser des compétences; dans plusieurs cas, Macquarie se trouve en partenariat minoritaire. Ce qui fait sens dans une logique de réduction des risques devient pénalisant en termes de politiques industrielles.

À l'automne, la banque étend la politique menée avec Macquarie Airports à d'autres secteurs. Elle assouplit les contrats de gestion avec Macquarie Infrastructure Group, Macquarie Communications Infrastructure Group. Les investisseurs auront plus de liberté pour nommer les postes de direction et le montant des honoraires sera revu à la baisse. La banque répond ainsi aux demandes des agences de notation en faveur de plus de transparence; peu de temps avant, Babcock & Brown, son rival principal compétiteur en Australie, a pris les mêmes dispositions. Ce faisant, la banque amorce un redéploiement. Elle se retire de fonds qui ont subi une forte décote à la bourse et qui pèsent sur son bilan et elle se développe par des fonds non cotés ou par la gestion d'actifs en dehors de l'Australie.

Redéploiement

À la fin de l'année 2009, la banque a en capital disponible environ 4 GA\$ (FT, October 28, 2009, p. 15). Elle a un meilleur bilan que de nombreux concurrents (FT, October 7, 2010, p. 16). Était

dominante dans les activités de banques d'investissement en Australie, elle se déploie aux États-Unis et en Europe en se concentrant dans les secteurs où elle a une expertise – infrastructures, énergie et immobilier. Elle fait l'acquisition de **Tristone Capital**, une boutique canadienne spécialisée dans le secteur de l'énergie. Elle mène une stratégie **d'acquisition dans des niches**: achat des actifs australiens de Banker Trust, activités de ING-Asie sur les marchés actions, Giuliani Capital aux États-Unis, Orion Financial au Canada (FT, May 31, 2009, p. 9). Ces acquisitions renforcent la banque dans les marchés de l'énergie sur le continent américain.

Pendant l'été, elle établit un partenariat avec **China Everbright** pour lever 1,5 G\$ et investir dans des projets d'infrastructure dans la région. Les deux partenaires apporteront au total 100 M\$ pour monter des projets dans le secteur des transports, qui fait partie des priorités du programme de soutien à l'économie du gouvernement chinois: autoroutes, ports, aéroports, chemins de fer.

En octobre 2009, Macquarie procède à de nombreuses acquisitions ciblées pour se développer dans la gestion d'actifs:

- acquisition de la branche produits dérivés de **Sal Oppenheimer** qui intervient en Allemagne et en Suisse (pour environ 50 M€);
- reprise d'une boutique aux États-Unis, Fox-Pitt Kelton (**FPK**, pour 150 M\$ avec dette), et de **DelaWare Investment** (428 M\$ et 150 G\$ d'actifs en gestion);
- achat de **Blackmont Capital** (Canada, 88 M\$) qui gère environ

7,6 GC\$ d'actifs dans ce pays, la structure sera renommée **Macquarie Private Wealth** (FT, August 20, 2009, p. 11).

Ces achats de petites structures sont complétés par l'embauche de quelques « pointures » qui viennent de concurrents: Citigroup, Merrill Lynch, BofA, Crédit Suisse, Barclays & Lehman Brothers (FT, October 7, 2010, p. 16)

La banque apporte ainsi un démenti à ceux qui pensaient que son modèle ne pouvait que fonctionner dans des périodes de dette abondante et de valeurs en hausse. La banque s'avère plus résiliente mais elle ne sort pas inchangée de cette crise. En effet, que reste-t-il de son activité dans les infrastructures? (voir encadré 2 en fin d'article).

Macquarie prend des distances avec les fonds cotés car les règles de transparence réduisent les marges de jeu, et, en cas de retournement des marchés, les pertes de valeur remontent tout de suite sur le bilan. Donc, Macquarie Group revient à la solution « classique » des fonds de *private equity*: les actifs sont logés dans des fonds non cotés qui offrent une souplesse totale. La banque lance ainsi trois fonds non cotés en 2008 et 2009: AMIF en direction des pays du golfe, GIF III pour les pays de l'OCDE, MSIF destiné à investir en Inde.

Elle s'est désengagée en plusieurs étapes des aéroports et Macquarie Airports est désormais une société indépendante. Elle a cédé, en 2009, le bloc communications porté par MCG à Canada Pension; il reste pour cette activité Macquarie Media Group, qui

intervient en Grande Bretagne et aux États-Unis. Un an plus tard, une partie de son activité dans les autoroutes, jusqu'alors portée par MIG, a été regroupée dans une nouvelle société (Intoll Management) introduite en bourse; Canada Pension fait une offre de reprise en août 2010. MIG conserve des autoroutes aux États-Unis et en Grande Bretagne et Macquarie reste le partenaire d'Eiffage dans le contrôle des autoroutes Paris Rhin Rhône. Dans le secteur de l'eau, le groupe conserve une autre belle pièce avec Thames Water. Il est actif en Asie – Chine, Corée, Taïwan.

Macquarie se déploie désormais dans une activité de banque d'investissement en multipliant les rachats de petites structures et les recrutements de hauts responsables de concurrents. Ce réseau est complété par un trentaine d'alliances stratégiques qui couvrent les pays d'Asie, l'Inde, l'Afrique du Sud, les États-Unis, les Émirats Arabes Unis, la Russie (<http://www.macquarie.com.au>, *company profile, International Strategic Alliances*, consulté le 2 février 2010).

Le moment de la valeur

Le modèle s'est construit sur un argument du type: « apportez-nous vos capitaux et nous vous servirons des rendements ». Pour une bonne part, ces rendements sont obtenus par une ingénierie financière innovante qui permet d'extraire rapidement de la valeur sans aller au bout du contrat. La mise en évidence des mécanismes sur un cycle de 5-8 ans permet de comprendre ce qui distingue l'approche financière des infrastructures de celle des opérateurs de réseaux.

La première condition est de savoir acheter à un prix raisonnable; elle s'est dégradée avec la concurrence qui a fait monter la valeur du prix des actifs. La seconde condition est d'avoir une évaluation réaliste des excédents d'exploitation de chaque firme achetée pour déterminer le niveau de dette. Dans ces conditions, l'achat se fait en minimisant le capital investi. Cet équilibre entre capital et dette est devenu de plus en plus tendu. Au commencement, il était question de 30 en capital pour 70 en dette, puis ce fut 25/75 pour finir à 13/87. Troisièmement, l'innovation introduite par Macquarie est d'extraire de la valeur bien avant de revendre l'actif. Dès le début d'une opération, la banque perçoit des honoraires car elle intervient d'une triple manière (*triple play*): en conseil, en refinancement de dette et en gestionnaire du fonds qui contrôle l'actif. Ce fut le montage pour Thames Water (*FT*, February 7, 2008).

Ensuite, Macquarie a été innovante en jouant des transferts d'actifs. Dans de nombreux cas, les achats d'actifs ont été faits par un fonds non coté, appuyé par la banque; cette dernière a donc pu transférer une partie de ses participations et dégager sa plus-value. Puis le fonds non coté a été introduit en bourse. Cette nouvelle transaction permettait de réévaluer les actifs et de monétiser la valeur créée. À ce stade, la banque conserve la gestion du fonds et de l'actif et perçoit à ce titre des honoraires. À ce moment du cycle, la banque a extrait de l'actif sous-jacent une bonne partie de la valeur et il lui sera difficile de répliquer la performance. Mais, puisque son engagement en capital est

réduit au minimum, rien ne lui interdit de se séparer du fonds. Le cycle peut recommencer: trouver des cibles à potentiel, les loger dans des fonds non cotés... C'est exactement ce que Macquarie fait avec son désengagement de MCG, de Macquarie Airports et d'une partie de MIG, et la création de fonds non cotés tournés vers l'Inde, la Chine, la Russie et l'Afrique du Sud.

Dans ce modèle, l'infrastructure ne représente pas la substance du métier de la banque mais le support le mieux adapté au développement de son ingénierie financière; c'est à la fois sa compétence principale et le moyen de produire de la valeur. Cette approche vient compenser les faiblesses industrielles d'un ensemble éclectique, réparti entre des secteurs nombreux et des pays différents. Où se trouvent les économies d'échelle et d'envergure (excepté en Australie)? Comment sont gérées les ressources humaines si importantes dans une économie de service? Dans cette répartition entre ingénierie financière et politique industrielle réside la différence principale avec les *utilities*. Une banque comme Macquarie monétise tout de suite les plus-values d'actifs alors que les entreprises industrielles les conservent en réserve, au service d'une stratégie industrielle. L'acteur financier extrait la valeur dans des échanges d'actifs, donc il faut en augmenter le nombre; l'acteur industriel dégage des marges en réduisant ses coûts par l'amélioration du processus productif.

Dominique Lorrain, directeur de recherche CNRS (CEMS/EHESS)
Dominique.Lorrain@ehess.fr

Encadré 1. Pratiques de cycles haussiers

BrisConnections a remporté en 2008, pour une durée de 45 ans et un montant de 4,8 GA\$, la concession d'une autoroute à péage desservant l'aéroport de Brisbane. En 2009, ses actionnaires refusent de libérer le second appel de capital. Le montage initial, conçu dans un marché haussier et qui prévoyait d'appeler le capital en trois fois, se retourne contre ses concepteurs (*FT*, March 31, 2009, p. 18). Après le premier appel de fonds, la valeur du titre a chuté de manière exponentielle. L'action de 1 dollar australien ne vaut plus que 1 cent. Dans ces conditions, un acheteur, qui aurait investi 100 dollars en rachetant le titre au point bas, détiendrait 10 000 titres mais se verrait obligé de libérer à deux reprises 1 dollar par titre, soit au total 20 000 dollars! Les investisseurs spéculatifs bloquent. Pour ce projet, Macquarie a dégagé environ 100 MA\$ d'honoraires; sa participation de 7% dans le projet a été vendue en 2008 avec une perte d'environ 30 MA\$. La banque est engagée comme garant à hauteur de 1,17 GA\$ (*FT*, April 4-5, 2009, p. 9).

Encadré 2. Les fonds de Macquarie dans les infrastructures

Autoroutes à péages

Macquarie Infrastructure Group (MIG, coté ASX) est un grand opérateur d'autoroutes avec 12,4 GA\$ d'actifs (*), loin devant Transurban (environ 6 GA\$). Le portefeuille comprend plusieurs autoroutes à Sydney (M1, M2, M4, M5, M7), une autoroute à Melbourne. Au Canada, MIG a 30% de l'autoroute 407 autour de Toronto. Aux États-Unis, elle gère le Chicago Skyway et le Dulles Greenway, l'Indiana Toll Roads, et une autoroute près de San Diego. En Grande Bretagne, MIG détient 100% de la M6. Elle gère aussi une autoroute en Afrique du Sud (N3 Toll).

En France, la banque détient une participation dans les Autoroutes Paris Rhin Rhône au côté d'Eiffage. Elle a aussi des activités à Stockholm (Arlanda Express), à Bruxelles, au Portugal (pont sur le Tage), en Allemagne (tunnel), au Japon (Hakone Turnpike), en Corée (pont, tunnel et autoroute).

Énergie, transport et distribution

La banque se développe dans ce secteur. La principale filiale cotée est DUET (Diversified Utilities & Energy Trust, cotée en 2004), elle gère 5,7 G\$ d'actifs. Elle intervient aussi par Macquarie Infrastructure Company (MIC, cotée à New York) qui gère des activités de chauffage urbain/climatisation à Chicago et à Las Vegas et de la distribution de gaz à Hawaï. Elle gère aussi un réseau de distribution de gaz aux Pays-Bas.

Eau

Le groupe est présent dans ce secteur avant tout par Thames Water (1^{re} compagnie britannique) et par Aquarion (petite société qui à des activités sur la côte est des États-Unis, contrôlée à 100% par la banque et par un fond non coté, MEAP).

Ports

Le groupe détient 38% du port de Changshu (sur le Yang Tsé Kiang), 40% de 6 terminaux de ports porte-conteneurs aux États-Unis, un terminal de conteneurs en Pologne.

Aéroports

Macquarie Airports cotée en 2002 avait en 2006 9,6 G\$ d'actifs correspondant à 6 aéroports. Le second investisseur australien – Australian Infrastructure – gérait alors dix fois moins d'actifs. Ce paysage a été modifié par des cessions et par le retrait de Macquarie Group en 2009. Macquarie Airports est donc aujourd'hui une société cotée, gérée de manière indépendante, dans laquelle la banque a une participation très minoritaire. Elle intervient dans quatre aéroports: Birmingham (2001, où le conseil métropolitain est majoritaire), Sydney (2002), Bruxelles (2004), Copenhague (2005). Et elle s'est retirée de trois autres: Bristol, Rome et Tokyo (vols domestiques).

Communication

Cette activité a été portée par Macquarie Communications Infrastructure Group (MCG, cotée en 2002). En 2006, elle détenait 3 réseaux câblés à Taiwan, et plusieurs actifs en Grande Bretagne (NTL Broadcast, Wireless, Airwave). Ce groupe a été vendu en 2009 à Canada Pension.

Sources: Gordon, 2008; Peng et Newell, 2007; Fortune, October 1, 2007; et données rassemblées par l'auteur.

(* Les valeurs d'actifs sont celles d'août 2006 données par Peng et Newell, 2007.

Encadré 3. Octobre 2005, un mois frénétique.

- Le groupe lève 1,3 G\$ sur son fonds **Macquarie Global Property Fund 11** dédié à des opérations immobilières (soit bien mieux que son objectif de 750 M\$). Cette somme lui donne une puissance d'acquisition d'environ 5 G\$ pour opérer en Chine, dans le reste de l'Asie (Japon, Corée) et en Europe (*).
- Macquarie International Infrastructure Fund (coté à Singapour) acquiert 38% du port de **Changshu** sur le Yang-Tse Kiang (118 M\$). C'est un port de redistribution localisé à 100 km de l'embouchure du fleuve dont le trafic devrait augmenter grâce en aval au port en eau profonde de Shanghai (Yang Shan), et au barrage des trois Gorges qui en amont régule le cours jusqu'à Chongqing.
- La banque investit 150 MA\$ dans sa joint-venture à **Hong Kong** pour acheter trois immeubles évalués à 585 MA\$.
- Quelques jours auparavant, elle prend le contrôle d'une société de trading électrique et de vente au détail de Los Angeles dont les ventes 2004 ont été de 3,3 G\$.
- Le groupe introduit en bourse **Macquarie Media Group** et lève 937 MA\$; son objectif est de lever 5 GA\$ en deux tranches. Ces disponibilités seront utilisées pour racheter à Macquarie Bank 85 licences de radio dans des villes australiennes et pour se développer en Angleterre, aux États-Unis et en Asie (**). En décembre, cette filiale est mobilisée au côté de la banque pour racheter au fonds Carlyle le 3^e réseau câblé de Taïwan pour 890 M\$ (**Taiwan Broadband Communications**) (***) (27). Le même type de montage avait été utilisé un an plus tôt pour reprendre **NTL Broadcast** (UK, 2,4 G€); la banque avait mobilisé d'autres investisseurs et sa filiale Macquarie Communication Infrastructure Group (MGC) (28).
- Capital Alliance Group (fonds coté du groupe) reprend l'activité « pages jaunes » de l'opérateur danois de télécoms – **TDC** – pour 650 M€.
- Une semaine plus tard la banque fait une offre pour **Spirit Group**, un groupe qui gère 2000 pubs (valorisé autour de 5 G\$); il est possédé par plusieurs fonds d'investissements: TPG, Blackstone, CVC capital et Merrill Lynch (*FT*, Oct. 17, 2005)
- En novembre, l'offre conjointe d'Eiffage et de Macquarie Infrastructure Group l'emporte pour la privatisation des **Autoroutes Paris Rhin Rhône**; le consortium acquiert la totalité du capital pour 7 G€ (*Le Monde*, 15 décembre 2005).

* Environ 600 M\$ sont prévus pour la Chine. Jusqu'à présent la banque n'avait investi dans ce pays qu'environ 100 M\$. Elle a commencé en 1995 par des maisons individuelles. La Chine attire les banques d'investissement et les promoteurs américains (Hines, ProLogis spécialisé dans les Reits et les parcs industriels, AMB). Mais ce sont surtout les grands promoteurs de la région qui sont actifs. Cheung Kong, Hutchison, Shui On Land interviennent à Chongqing, Chengdu, Wuhan, Wuxi; CapitalLand a investi 1 G\$ sur 2004/05.

** Techniquement, le groupe opère par deux véhicules: MGP Europe Fund 11 et MGP Asia Fund II (*FT*, Sept. 29, Oct. 4, 2005).

*** Ce montage illustre assez bien l'ingénierie financière du modèle. L'introduction en bourse de ce fonds spécialisé permet premièrement, de lever des capitaux et deuxièmement, les transferts d'actifs permettent à la banque de dégager des plus-values de cession. À terme, la banque n'envisage de ne conserver que 20% du fonds. Elle n'en reste pas moins impliquée; elle percevra des honoraires de gestion de 1,5% et des honoraires de résultat de 20% à partir d'un seuil de rendement net de 6% (*FT*, Oct. 5, et Nov. 17, 2005).

NOTES

(1) Première rédaction en février 2010, révision en septembre 2010.

(2) Pour les aéroports voir le précédent portrait: *Flux* 79/80, Janvier-Juin 2010, avec Charlotte Halpern, pp. 140-152.

(3) *Flux* 62, Octobre-Décembre 2005, pp. 68-73.

(4) Macquarie Bank Limited, Annual Review 2001, p. 17.

(5) Voir Ferrovia/BAA, *Flux* 79/80, Janvier-Juin 2010, *op. cit.*

(6) Données pour un exercice clos le 31 mars.

(7) Voir les rapports annuels de la Banque qui présentent cette organisation et les activités de chaque « groupe ».

(8) Elle se trouve ainsi représentée en Grande Bretagne, en Nouvelle Zélande, au Japon, à Hong Kong, en Malaisie, aux États-Unis et en 2000, elle a ouvert des bureaux à Francfort, Séoul et Le Cap (Annual Report, 2001, p. 16)

(9) Pour la présentation du cas des *hedge funds* voir: Henry, 2008, p. 26 et suiv.

(10) Pour les résultats financiers, voir les rapports annuels de Macquarie. Par exemple, *annual review*, 2001, p. 6, qui présente les retours moyens aux actionnaires des fonds sur les années 1992-2001. Voir aussi: Gordon, 2008 et sa comparaison des résultats de Macquarie Bank, MIG et d'autres banques et index de référence. Pour une étude des résultats des investissements dans les infrastructures en regard d'autres actifs en Australie, voir: Peng et Newell, 2007.

(11) Voir notre discussion de 2005: *Flux* 62, Octobre-Décembre 2005, *op. cit.*

(12) On retrouve cette critique en 2008, lorsque des fonds d'arbitrage jouent à la baisse (*FT*, Feb. 7 et May 20, 2008). L'argument est de considérer que les honoraires de fusions et acquisitions vont baisser tout comme les plus-values de cession d'actifs.

(13) Et encore, notre lecture à partir de la presse économique (essentielle-

ment le *Financial Times*) représente un filtre qui a certainement tendance à simplifier les choses.

(14) Hanjin Heavy Industries & Construction se classe au 99^e rang des constructeurs mondiaux avec un chiffre d'affaires 2005 de 1,2 G\$ (*Bulletin Européen du Moniteur*, 11, décembre 2006).

(15) La banque opérerait par Macquarie European Infrastructure Fund II (MEIF II). Techem fournit des services à plus de 6,7 millions de logements, dont 2 en dehors d'Allemagne.

(16) En février 2008, les actions de Macquarie Fortress Notes chutent de 56% en une journée (*FT*, Feb. 12, 2008).

(17) On retrouve une séquence déjà décrite pour le cas de Suez lorsque Vivendi est dans la tourmente.

(18) *FT*, May 20, 2008, p. 15.

(19) *FT*, Sept. 27-28, 2008 et *FT*, Oct. 21, 2008.

(20) En 2004, Macquarie + Cintra ont repris le Chicago Skyway (99 ans et 1,82 G\$); en 2006, ils ont déboursé 3,85 G\$ pour l'affermage de l'Indiana Toll Road pour 75 ans (*FT*, May 15, 2008). En Pennsylvanie, le gouverneur est démocrate et les républicains, qui contrôlent le Sénat de l'État, veulent conserver la gestion publique! Ce retrait laisse deux offres: Transurban Group

associé à Goldman Sachs et un consortium comprenant Abertis, Babcock & Brown, Citi Infrastructure Investors qui l'emporte. Morgan Stanley est conseil de l'État (*FT*, May 15, 2008).

(21) À partir du point bas de mars 2009, l'action s'est à nouveau appréciée, 27 A\$ début avril à l'annonce de projets de cessions.

(22) Les fonds de pension canadiens sont particulièrement actifs. Canada Pension et Ontario Teachers ont 28,2% de Transurban (société australienne qui possède des autoroutes à péage à Sydney et Melbourne et en Virginie (USA)). En novembre 2009, ils font une offre de rachat refusée.

(23) Cette société détient Arqiva.

(24) *FT*, May 9, 2007, p. 16; June 9-10, 2007.

(25) Du côté italien, la famille Romiti se retire tandis que des banques font leur entrée: Mediobanca et Capitalia.

(26) Voir le précédent portrait sur Ferrovial/BAA, *Flux* 79/80, Janvier-Juin 2010, *op. cit.*

(27) En 2006, le fonds MBK, créé par l'ancien directeur de Carlyle pour l'Asie, reprend China Network Systems (Taiwan), le second réseau câblé du pays.

(28) *FT*, June 21, 2006.

BIBLIOGRAPHIE

Gordon C., 2008, "Competing in Global Niche Markets: The Case of Macquarie Bank", University of Canberra, 21st *Australasian Finance and Banking Conference*, August 24
Henry G.M., 2008, *Les Hedge Funds*, Eyrolles, Paris

Lorrain D., 2005, « La firme locale-globale, (Lyonnaise des Eaux: 1980-2004) », *Sociologie du Travail*, vol. 47 (3), pp. 340-361.
Macquarie Bank Limited, *Annual Review* 2001, 2005, 2007
Mclean B., 2007, "Would you buy a

bridge from this man?", *Fortune*, October 1, pp. 75-81.
Peng H.W., Newell G., 2007, "The significance of infrastructure in investment portfolios", *Pacific Rim Property Research Journal*, vol. 13, n°4, pp. 423-450.