

Swiss Finance Institute Roundups

Les marchés privés à la croisée des chemins: croissance, tensions et perspectives

Editorial



Les marchés privés ont connu une croissance rapide et jouent aujourd'hui un rôle majeur dans le système financier mondial. Les entretiens menés dans le cadre de cette table ronde d'experts montrent comment ces marchés évoluent face au resserrement des liquidités, à la lenteur de l'ajustement des valorisations et au renforcement de la réglementation. Tous s'accordent à dire que les marchés privés ne surperforment plus automatiquement et que leurs risques sont souvent sous-estimés. Ils restent néanmoins intéressants pour les investisseurs qui acceptent des durées de détention longues et une transparence limitée. À l'avenir, le succès dépendra moins d'une approche d'ingénierie financière que d'une analyse minutieuse, d'une structure d'incitation cohérente entre les gestionnaires et les investisseurs et sur des attentes de rendements réalistes dans un environnement plus mature et plus concurrentiel.

Nous vous souhaitons une lecture instructive et stimulante.

A handwritten signature in blue ink, consisting of the letters 'F.' followed by a stylized, flowing signature.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Contributeurs



Pascal Böni

Pascal Böni est directeur général et président du conseil d'administration de *Remaco Advisory Services*, où il conseille les entrepreneurs et les investisseurs sur leurs décisions financières stratégiques. Il est également professeur de finance et de marchés privés à l'Université de Tilburg, où il dirige le *Tilburg Institute for Private Markets*, ainsi que directeur académique des programmes de MBA et Master en finance à l'Université de Bâle. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université de Tilburg.



Stefan Pomberger

Stefan Pomberger est cofondateur, directeur général et responsable de *cosmofunding*, la plateforme de financement numérique lancée par *Vontobel* afin de mettre en relation investisseurs et émetteurs. Il siège également aux conseils d'administration de STANA Holding, un *family office* privé, et de la *Swiss Marketplace Lending Association*. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université Johannes Kepler de Linz.



Rüdiger Fahlenbrach

Rüdiger Fahlenbrach est titulaire d'une Senior Chair du SFI et est professeur de finance à l'EPFL, l'École polytechnique fédérale de Lausanne. Ses recherches portent sur la finance d'entreprise, la gouvernance et le rôle du capital-investissement et du capital-risque sur les marchés financiers. Il est membre affilié à la recherche à l'*European Corporate Governance Institute* et président du comité consultatif scientifique du *Halle Institute for Economic Research*. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université de Pennsylvanie.



Vesa Pursiainen

Vesa Pursiainen est membre du corps professoral du SFI et professeur associé de finance à l'Université de Saint-Gall. Ses recherches portent sur le capital-investissement, la finance comportementale, le financement des start-ups, les décisions financières des ménages et la finance d'entreprise. Avant de rejoindre l'Université de Saint-Gall, il a été chercheur à l'Université de Zurich et à l'*Imperial College de Londres*, et a travaillé dans le secteur financier chez *Oaktree Capital Management* et *J.P. Morgan*. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université de Hong Kong.



Andreas Nicoli

Andreas Nicoli est responsable du capital-investissement à la Banque cantonale de Zurich, où il a joué un rôle clé dans la création du *Swisscanto Switzerland Growth Fund* et du *Swisscanto World Carbon Solutions Fund*. Ces deux produits s'adressent à des investisseurs qualifiés et donnent accès à des sociétés non cotées en bourse en phase d'expansion et de rachat. En parallèle de ses activités professionnelles dans le secteur bancaire, il a cofondé *Focuswater*, la première entreprise suisse d'eau vitaminée, où il a occupé les fonctions de directeur financier et de membre du conseil d'administration jusqu'à l'acquisition de l'entreprise par *Rivella*. Il est titulaire d'un diplôme en économie et en gestion d'entreprise de l'Université de Zurich et détient le titre de CFA.

Un état des lieux des marchés privés : taille, ampleur et perceptions erronées

Où commencent et où finissent les marchés privés ?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Les frontières entre les marchés privés et les marchés publics s'estompent de plus en plus. Les marchés privés englobent toutes les stratégies d'investissement en dehors des marchés boursiers, dont le capital-investissement (*private equity*), le crédit privé (*private credit*), le capital-risque (*venture capital*), l'immobilier et les infrastructures. Les actions cotées en bourse, les obligations liquides et les autres instruments négociés en bourse en sont en revanche exclus. Les structures hybrides telles que les sociétés de développement commercial dans le domaine du crédit privé (*business development companies* ou *BDC*) ou les fonds de capital-investissement semi-liquides à destination des investisseurs particuliers, brouillent toutefois les frontières. Cela complique l'allocation d'actifs, car la taille, le risque et le rôle des marchés privés dans un portefeuille varient considérablement en fonction de ce qui est inclus. Il en va de même pour les décideurs politiques, car des définitions floues compliquent l'évaluation des risques et rendent difficile une application uniforme des réglementations.

Quel est le véhicule standard sur les marchés privés et comment les capitaux et les frais transitent-ils par ce véhicule ?

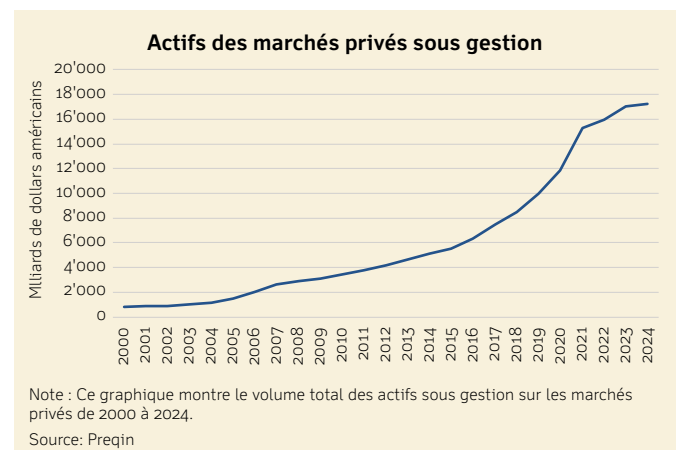
► **Vesa Pursiainen:** Le véhicule standard sur les marchés privés est le fonds classique de rachat par endettement (*leveraged buyout* ou *LBO*), un fonds fermé à durée limitée. Les investisseurs, appelés commanditaires (*limited partners* ou *LP*), engagent leur capital dès le départ. Le gestionnaire du fonds et décideur, appelé commandité (*general partner* ou *GP*), prélève ensuite ces capitaux au fil du temps pour financer des acquisitions. Une fois la levée de fonds terminée, le pool de capitaux est fixé et les investisseurs ne peuvent plus entrer ou sortir librement. Les flux de capitaux traversent plusieurs phases. La première phase correspond à la levée de fonds, pendant laquelle le commandité sollicite les engagements des commanditaires. La deuxième phase correspond au déploiement ou à l'investissement, pendant laquelle les commanditaires répondent aux appels de fonds (*capital calls*), tandis que le commandité investit dans les sociétés du portefeuille. La troisième phase correspond à la gestion ou à la création de valeur, au cours de laquelle le commandité travaille en étroite collaboration avec les entreprises du portefeuille afin d'améliorer leur fonctionnement et leurs performances. La quatrième phase correspond à la sortie, au cours de laquelle la valeur est réalisée, par exemple par une introduction en bourse (*initial public offering* ou *IPO*) ou une vente à d'autres fonds ou à des acheteurs stratégiques. Enfin, lors de la phase de liquidation, les recettes sont distribuées aux commanditaires.

► **Andreas Nicoli:** Les frais et les mécanismes d'incitation sont basés sur la structure du fonds. Les frais de gestion sont prélevés sur le capital engagé pendant les phases de levée de fonds, de déploiement et de gestion, et sur le capital investi pendant la phase de désinvestissement. Ces frais couvrent les coûts d'exploitation, de *due*

diligence et de gestion du portefeuille, mais ils ne sont pas destinés à constituer la principale source de rémunération du commandité. Pour assurer un alignement des intérêts des commanditaires avec ceux du commandité, la principale incitation passe par les intérêts reportés (*carried interest*). Ces derniers représentent la part des bénéfices du fonds que reçoit le commandité lorsque le rendement du fonds atteint un certain seuil, appelé taux de rendement minimal (*hurdle rate*). Ce système récompense les sorties réussies et les performances solides, mais il peut également créer des tensions si les commandités lèvent des fonds plus importants qu'ils ne peuvent raisonnablement investir, ou concluent des transactions moins intéressantes uniquement pour ne pas laisser le capital inutilisé.

Quelle est la taille des marchés privés et comment se comparent-ils aux marchés publics ?

► **Pascal Böni:** Les marchés privés ont connu une forte croissance au cours des 20 dernières années, mais ils restent nettement plus petits que les marchés publics. Selon *Preqin*, le total des actifs sous gestion (*assets under management* ou *AUM*) s'élève à un peu plus de 17'000 milliards de dollars américains. Parmi ces actifs, le capital-investissement représente la part la plus importante, avec 11'000 milliards de dollars américains, suivi par l'immobilier, avec un peu plus de 2'000 milliards de dollars américains, et le crédit privé, avec un peu moins de 2'000 milliards de dollars américains. Le secteur reste très concentré sur le plan géographique, avec plus de la moitié de ces actifs en Amérique du Nord et un peu plus de 20% en Europe comme en Asie. Malgré cette croissance, les tendances récentes en matière de levée de fonds ont été moins favorables. La levée de fonds mondiale dans le domaine du capital-investissement a diminué pendant trois années consécutives, passant de 1'400 milliards de dollars américains en 2021 à un peu moins de 1'000 milliards de dollars américains en 2024. Cependant, les "réserves" (*dry powder*), c'est-à-dire les capitaux engagés mais non encore investis, restent stables. Elles représentent 25 à 30% des actifs sous gestion, ce qui indique que les capitaux continuent d'être investis de manière continue.

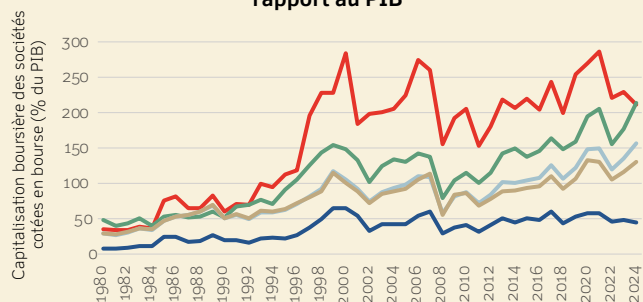


Stefan Pomberger: Les données standard concernant les marchés privés se concentrent généralement sur le capital-investissement, le crédit privé, le capital-risque et les actifs immobiliers. Mais le tableau change radicalement selon la manière dont l'immobilier est considéré. Si l'ensemble de l'univers immobilier non coté – et le financement par crédit qui y est associé – est comptabilisé dans les actifs réels et le crédit privé, la taille des marchés privés augmente considérablement. En Suisse, le marché obligataire coté au *SIX Swiss Exchange* reste une référence importante pour les investisseurs et les émetteurs. En 2024, de nouvelles obligations de près de 80 milliards de francs suisses ont été émises, les capitaux allant à la fois à des émetteurs suisses et étrangers. Ce marché public ne représente néanmoins qu'une part modeste du financement total. Plus de 90% du financement demeure privé: les prêts hypothécaires arrivent en tête, suivis des lignes de crédit à court terme accordées aux entreprises et aux institutions financières, des prêts aux collectivités publiques, y compris aux entreprises proches de l'État, et des prêts aux clients privés fortunés et aux petites et moyennes entreprises.

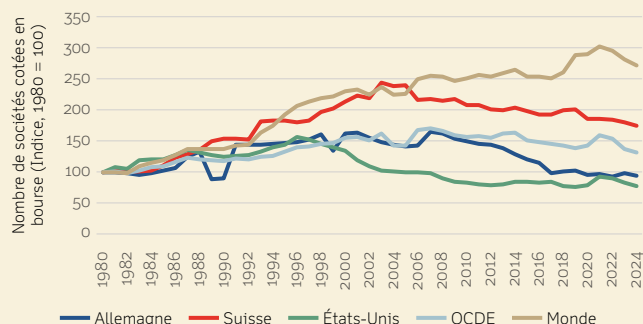
Quelle est la taille des marchés publics et comment ont-ils évolué par rapport aux marchés privés ?

Rüdiger Fahlenbrach: La taille des marchés publics dépend de la manière dont nous les mesurons. D'une part, le nombre d'entreprises cotées en bourse a diminué de manière constante, ce qui a accru la concentration du marché. D'autre part, la capitalisation boursière totale des actions cotées en bourse par rapport au PIB a fortement augmenté au cours des 25 dernières années. Les motivations pour une introduction en bourse ont changé. Auparavant, les introductions en bourse servaient principalement à lever des capitaux pour financer la croissance. Depuis la crise financière mondiale de 2008, elles servent plus souvent à fournir des liquidités aux premiers investisseurs et aux employés qu'à lever des capitaux, car les marchés privés disposent déjà de vastes réserves de capitaux. L'introduction en bourse d'*Amazon* en 1997, avec une capitalisation boursière d'un peu plus de 550 millions de dollars américains, a permis à l'entreprise de lever de nouveaux capitaux et aux investisseurs d'accéder à une entreprise en phase de croissance à un stade précoce. En revanche, la société d'analyse de données *Palantir* est entrée en bourse en 2020 par le biais d'une cotation directe et affichait une capitalisation boursière d'environ 20 milliards de dollars américains à la fin de son premier jour de cotation. Comme aucune nouvelle action n'a été émise et qu'aucun financement n'a été levé, cette cotation a principalement servi à créer de la liquidité sur le marché secondaire pour les actionnaires et les employés existants, plutôt que de financer la croissance future. Cette évolution a limité les opportunités de croissance disponibles pour les investisseurs sur les marchés publics. Ce changement est renforcé par les activités de fusions et acquisitions, car de nombreuses entreprises cotées en bourse, notamment dans les secteurs industriels à forte intensité capitalistique, sont privatisées et retirées de la cote.

Capitalisation boursière des sociétés cotées en bourse par rapport au PIB



Sociétés cotées sur les bourses nationales



Note : Ce graphique représente la capitalisation boursière des entreprises nationales cotées en bourse en pourcentage du PIB et le nombre d'entreprises cotées en bourse à la fin de l'année entre 1980 et 2024 (indice, 1980 = 100), y compris les entreprises étrangères cotées exclusivement sur la bourse correspondante.

Source : Indicateurs du développement dans le monde (Banque mondiale)

Comment le niveau de "dry powder" influence-t-il la dynamique du marché ?

Andreas Nicolli: Selon les données de S&P, le dry powder du secteur du capital-investissement a atteint son niveau le plus élevé en 2023, avec environ 2'700 milliards de dollars américains, avant de reculer légèrement en 2024 et 2025. Des niveaux élevés de dry powder sont le signe d'un marché solide et d'un potentiel de croissance future, mais ils augmentent également la pression sur les commandités pour qu'ils investissent le capital pendant la durée de vie du fonds. Cette pression peut entraîner une concurrence accrue, des transactions moins intéressantes et des rendements plus faibles. Contrairement aux liquidités librement disponibles sur les marchés publics, la poudre sèche n'est pas liquide. Elle reflète les engagements de capital des commanditaires qui sont appelés à honorer ces engagements au fil du temps. Cela représente certes un signe de confiance, mais aussi un facteur de stress potentiel si les transactions attractives se font rares.

Comment les actifs privés sont-ils évalués et dans quelle mesure ces chiffres sont-ils fiables ?

► **Vesa Pursiainen:** Les commandités s'appuient généralement sur des modèles d'évaluation internes pour surveiller et évaluer les sociétés de leur portefeuille. Cela leur laisse une certaine marge d'appréciation. Les commandités sont souvent prudents lorsqu'il s'agit de réviser les valeurs communiquées à l'externe. Ils ont tendance à éviter les dépréciations d'actifs, car celles-ci impliquent des pertes et obligerait les commanditaires à déprécier leurs portefeuilles. Dans le même temps, les commandités hésitent tout autant à réévaluer les actifs de manière trop offensive, afin de ne pas susciter d'attentes excessives si les valeurs de liquidation s'avèrent finalement inférieures. En conséquence, les évaluations sont lentes. Les chiffres présentés sur le papier lissent les fluctuations et créent une certaine stabilité, mais ils ne reflètent parfois que partiellement la réalité. Au final, ce qui importe vraiment, c'est le flux de trésorerie effectivement généré lors de la phase de liquidation, lorsque les actifs sont vendus et que les évaluations sont mises à l'épreuve de la pratique.

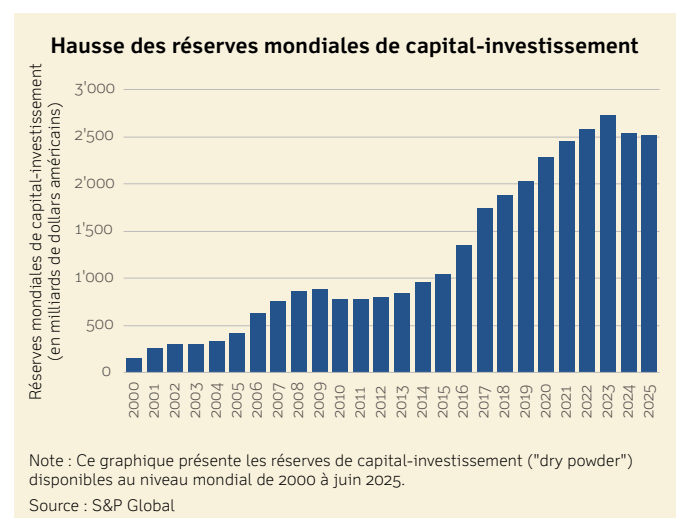
► **Pascal Böni:** L'évaluation des actifs privés est tout sauf triviale et les défis diffèrent selon que l'on évalue des capitaux propres ou des crédits. Les instruments de crédit sont plus faciles à évaluer, car leur valeur est plafonnée par des plans de remboursement contractuels et en partie adossée à des garanties, ce qui fait que leurs prix sont généralement proches de leur valeur nominale. Les évaluations des capitaux propres sont plus incertaines. Elles dépendent d'hypothèses de croissance et de perspectives de sortie, ce qui les rend particulièrement sujettes à des erreurs ou même à des manipulations, notamment autour des cycles de levée de fonds. Nous entendons régulièrement parler de transactions de capital-investissement très rentables, mais le rendement moyen attendu à long terme en dollars américains du capital-investissement est actuellement de 11%, ce qui n'est que légèrement plus attractif que celui du crédit privé, qui est de 9%. Compte tenu de la volatilité des rendements, le crédit privé s'en sort mieux en comparaison.

La faible volatilité des marchés privés reflète-elle la réalité ou s'agit-il simplement d'évaluations différées ?

► **Vesa Pursiainen:** La faible volatilité affichée sur les marchés privés reflète en grande partie un système d'évaluations basé sur des expertises (*appraisal-based*), et non une véritable résilience. Les évaluations n'étant ajustées que périodiquement, les chocs de court terme sont lissés. Cela confère une apparence de stabilité et

pourrait inciter certains investisseurs à sous-estimer les risques, mais la plupart des commanditaires comprennent ce mécanisme. Pour certains investisseurs, les évaluations lissées sont même les bienvenues, car elles donnent l'impression que les portefeuilles sont plus stables. En réalité, les actifs privés sont toutefois aussi sensibles aux conditions macroéconomiques et financières que les actifs cotés en bourse. Retirer une entreprise de la bourse ne la rend pas plus stable, tout comme une cotation d'une entreprise privée ne rend pas ses activités plus risquées.

► **Stefan Pomberger:** Ce débat sur la volatilité des marchés privés rappelle celui sur les probabilités de défaut autrefois dérivées des tableaux historiques de défaillance, avant l'introduction des *swaps* sur défaillance (*credit default swaps* ou *CDS*). À l'époque, les probabilités de défaillance étaient basées sur des notations statiques et non sur des instruments négociés avec une offre et une demande dynamique. La volatilité déclarée semblait donc faible et la volatilité réelle était sous-estimée. L'émergence des CDS a changé la donne en augmentant la liquidité et en rendant les marchés plus transparents et plus faciles à couvrir en temps normal, mais aussi plus vulnérables aux fortes fluctuations en période de crise. Aujourd'hui, les marchés privés pourraient se trouver dans une situation similaire, car ils paraissent stables surtout parce que les échanges sont limités, mais demeurent vulnérables à des réévaluations soudaines lorsque des liquidités s'avèrent nécessaires en période de crise.



Les marchés privés sont-ils restés robustes en période de crise, ou cette question n'est-elle pas encore tranchée ?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Le capital-investissement semble souvent stable en période de crise, car les évaluations ne sont pas effectuées à la valeur de marché. Cela masque toutefois le fait que les positions sont fortement endettées et peuvent être plus fragiles que sur les marchés publics. Après l'éclatement de la bulle Internet en 2000-2002, les rendements ont tellement chuté que même des investisseurs comme *CalPERS* (*California Public Employees' Retirement System*) ont remis en question leur engagement en faveur de cette classe d'actifs. Lors de la crise financière mondiale de 2008, de fortes tensions sont apparues avec ce que nous appelons les "*hung deals*", lorsque les banques avaient accepté de financer d'importants rachats mais n'ont plus été en mesure de syndiquer les dettes après le gel du marché du crédit, les laissant exposées au risque. Le capital-risque n'est pas non plus à l'abri. Il ne faut pas confondre apparence de calme et risque moindre.

► **Stefan Pomberger:** Le bilan n'est pas encore concluant. Même dans le crédit privé, où les tensions sont plus rapidement visibles que dans les capitaux propres, il n'existe pas encore de référence complète en matière de crise. La tendance à prolonger les durées afin de ne pas avoir à déclarer de pertes est de plus en plus préoccupante. En réalité, cela ne fait que repousser le problème. Les transactions conclues pendant les années de taux d'intérêt bas sont nettement moins attractives dans le contexte actuel de taux d'intérêt élevés, où les obligations d'État offrent souvent des rendements plus élevés que les crédits privés d'antan. Aux États-Unis, les prolongations et les renégociations tacites sont des instruments courants pour gérer la pression sur les liquidités. La Suisse fait toutefois figure d'exception, avec des hausses de taux d'intérêt plus faibles, des ratios de crédit plus bas et une utilisation plus répandue de structures de taux fixe à long terme, qui ont jusqu'à présent permis de contenir les risques.

Quelles sont les principales erreurs d'appréciation des investisseurs concernant les marchés privés ?

► **Andreas Nicoli:** Un mythe tenace veut que les marchés privés surperforment toujours les marchés publics. Cependant cette surperformance n'est pas constante à tous les horizons temporels. Les marchés privés peuvent certes générer une prime à long terme, mais ils sont néanmoins soumis à des fluctuations cycliques. Les commandités les plus chevronnées ont historiquement généré des rendements élevés, mais les performances moyennes ont baissé au fur et à mesure que les capitaux affluaient et que l'activité transactionnelle ralentissait. D'autres idées fausses consistent à penser que la volatilité déclarée reflète le risque réel, que les frais et les blocages (*lock-ups*) sont négligeables ou que tous les investisseurs ont accès aux meilleurs gestionnaires.

► **Pascal Böni:** De nombreux gestionnaires d'actifs partent du principe que le crédit privé est en concurrence directe avec les prêts bancaires. En réalité, ces deux types de crédit sont plutôt complémentaires. Aujourd'hui, la plupart des entreprises de taille moyenne ont recours aux deux, les banques fournissant le financement de base et les fonds de crédit privés intervenant lorsque la réglementation empêche les banques d'aller plus loin. Les banques elles-mêmes accordent souvent des prêts à des sociétés de développement commercial, c'est-à-dire des fonds de crédit cotés en bourse, car leurs rendements ajustés au risque et leurs structures de frais sont plus attractifs que l'octroi direct de prêts aux entreprises.

► **Stefan Pomberger:** Il existe également des malentendus concernant les marchés publics. Estimer la capitalisation boursière d'une entreprise sur la base de son dernier cours est un mauvais indicateur de la valeur totale de l'entreprise. La profondeur des carnets d'ordres explique pourquoi, car seule une fraction des actions change réellement de mains à ce prix. La liquidité est également souvent surestimée. Même pour les entreprises cotées en bourse, seule une partie des capitaux propres est réellement librement négociable. *Saudi Aramco* illustre bien ce point. Bien qu'elle figure parmi les plus grandes entreprises mondiales en termes de capitalisation boursière, plus de 97% de ses actions sont toujours détenues par l'État ou par des fonds publics.

La logique des marchés privés : théorie, incitations et réalité

Pourquoi les marchés privés existent-ils ?

► **Pascal Böni:** Toute entreprise commence en tant qu'entreprise privée. L'introduction en bourse de la Compagnie néerlandaise des Indes orientales en 1602 a marqué la première fois qu'une seule entreprise a levé des capitaux auprès de centaines d'investisseurs grâce à des actions négociables, ce qui a permis de financer le commerce risqué de la Compagnie avec les pays d'outre-mer. Cet événement représente la naissance des marchés publics. Ils ont été créés pour financer des projets dont les besoins en ressources dépassaient les capacités d'un petit groupe de marchands. Aujourd'hui, cependant, les marchés privés sont tellement développés qu'ils peuvent eux-mêmes fournir des capitaux de cette ampleur. De nombreuses entreprises peuvent désormais lever des montants substantiels sur les marchés privés et n'ont plus besoin d'entrer en bourse. Les marchés privés proposent donc une alternative à part entière aux entreprises qui souhaitent éviter les exigences de gouvernance et de transparence et les pressions du marché liées à une cotation en bourse. Par ailleurs, les marchés privés continuent en parallèle à se positionner comme option complémentaire aux marchés publics pour les entreprises qui choisissent d'être cotées en bourse.

► **Andreas Nicoli:** Comme tous les autres marchés, les marchés privés existent pour mettre en relation l'offre et la demande. Les investisseurs recherchent des rendements et les entreprises ayant des besoins de financement recherchent des partenaires. Cependant toutes les entreprises ne sont pas éligibles à un financement bancaire traditionnel. Les banques se concentrent sur des emprunteurs plus sûrs et standardisés et elles sont soumises à des contraintes réglementaires. Les marchés privés interviennent lorsque les prêts bancaires ne sont pas disponibles, que ce soit parce que les entreprises sont trop petites, trop risquées ou trop spécialisées. Ce conflit d'objectifs est de nature structurelle. Les marchés privés sont moins liquides, plus bilatéraux et plus axés sur les relations que les marchés publics. Cela permet un financement sur mesure et un suivi plus étroit, ainsi que la création de valeur, mais cela entraîne également des périodes de blocage plus longues et moins de transparence pour les tiers.

► **Vesa Pursiainen:** Les marchés privés peuvent parfois être mieux adaptés pour fournir des capitaux stables à long terme et des structures de transaction flexibles. Ils permettent aux investisseurs d'adapter le financement aux besoins de l'entreprise, de mettre en place des incitations plus fortes pour la direction et les employés, d'accompagner plus étroitement les entreprises et de leur donner accès à des ressources et à une expertise externes. Ces caractéristiques sont particulièrement précieuses dans le cadre de redressements d'entreprise – des phases marquées par des transformations stratégiques qui nécessitent de nouvelles approches – ou en périodes de forte croissance qui exigent une mise à l'échelle et une professionnalisation. Le prix à payer pour les investisseurs est l'illiquidité. Leur capital est immobilisé pendant de longues périodes et ils ne peuvent pas contrôler le calendrier de leurs investissements. Les frais prélevés par les fonds du marché privé sont également très élevés, même si leur performance nette reste compétitive.

► **Stefan Pomberger:** Pendant une grande partie du XXe siècle, l'introduction en bourse a été le principal vecteur de croissance pour les entreprises et a atteint son apogée pendant le boom des *dotcoms* autour de l'an 2000. Grâce à la forte expansion du financement privé, de nombreuses entreprises ont pu rester privées beaucoup plus longtemps, voire de manière permanente. Certaines entreprises ont même renoncé à leur cotation en bourse en raison des conditions attractives offertes par les marchés privés. Les acquisitions par *Berkshire Hathaway* de *GEICO*, l'assureur automobile, et de *BNSF Railway*, l'un des plus grands réseaux de fret ferroviaire en Amérique du Nord, illustrent cette dynamique. Dans les deux cas, il s'agissait de transactions importantes et transformatrices qui ont été réalisées sur des marchés privés, hors de portée des actionnaires publics. Pour les investisseurs, le mécontentement à l'égard des marchés publics, qu'il soit dû à leur volatilité, à l'accès limité aux opportunités de croissance ou à une concentration croissante, a encore renforcé l'attrait des actifs privés. En restant privées, les entreprises peuvent contourner les obligations en matière de divulgation et conserver un certain contrôle, tout en ayant accès à des capitaux importants à long terme. Les marchés publics et privés coexistent donc, et offrent chacun ce que l'autre ne peut pas offrir.

Quels sont les principaux leviers de création de valeur et quelle part provient de l'ingénierie financière ?

► **Vesa Pursiainen:** Nous pouvons envisager la création de valeur dans le capital-investissement à travers trois leviers principaux. Le premier est la croissance: il s'agit d'augmenter les revenus grâce à une expansion géographique, à de nouveaux produits ou à une distribution ou une tarification plus efficaces. Le deuxième levier passe par l'augmentation des marges: cela signifie améliorer l'efficacité, réduire les coûts ou ajuster la stratégie et le portefeuille d'activités afin d'accroître la rentabilité. Le troisième levier est l'expansion des multiples: il s'agit d'acquérir des entreprises à des multiples de valorisation faibles et de les revendre plus tard à des multiples plus élevés. Si les valorisations dépendent des conditions du marché, le commandité peut toutefois orienter activement l'entreprise vers des secteurs où les multiples sont plus élevés et ainsi exercer une influence active. Les stratégies de *roll-up* permettent également d'acheter de petites entreprises à des multiples faibles, de les regrouper et de les revendre sous la forme d'une entreprise plus grande à un multiple plus élevé. L'ingénierie financière et l'effet de levier ont bien sûr leur importance, mais ils ne créent pas de valeur en soi. Ils facilitent des investissements efficaces et incitent à prendre des mesures opérationnelles qui se traduisent ensuite par l'un ou plusieurs des trois leviers précités. L'importance relative de ces trois éléments a varié au fil du temps. Certaines données indiquent que l'augmentation des marges, qui constitue le principal indicateur des améliorations opérationnelles que les fonds de capital-investissement ont pu réaliser dans le passé, a considérablement diminué ces dernières années. Cela reflète probablement le fait que le secteur est devenu plus concurrentiel, ce qui rend plus difficile l'obtention de gains d'efficacité faciles.

La prime d'illiquidité existe-t-elle réellement et est-elle durable ?

► **Andreas Nicoli:** Les investisseurs s'attendent généralement à obtenir des rendements plus élevés que ceux des classes d'actifs plus liquides et plus matures, car ils engagent leur capital et prennent des risques plus élevés en optant pour le capital-investissement. Cette attente est souvent présentée comme une "prime d'illiquidité" fiable. La réalité est toutefois plus complexe. Historiquement, les rendements excédentaires et les anomalies ont tendance à s'estomper dès qu'ils sont largement identifiés, en particulier dans un contexte financier favorable. S'il existe effectivement une prime d'illiquidité, elle devrait diminuer au fur et à mesure que davantage de capitaux se ruent sur les mêmes opportunités. Il peut donc être trompeur de considérer une telle prime comme une source structurelle fixe de rendement. Au fil du temps, les marchés privés devraient générer des rendements moyens supérieurs à ceux des marchés publics, afin de compenser les coûts d'opportunité et les risques supplémentaires. Ce résultat

n'est cependant pas automatique. Il dépend souvent davantage des cycles du marché, de la qualité des gestionnaires et des horizons d'investissement, plutôt que de la seule illiquidité. Pour résumer, l'illiquidité constitue une caractéristique de certains investissements et non pas une classe d'actifs en elle-même.

Les fonds de crédit privés apportent-ils une véritable valeur ajoutée ou se contentent-ils de transférer le risque ?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Les fonds de crédit privés s'engagent souvent dans des domaines dont les banques se sont retirées pour des raisons réglementaires, comme l'octroi de prêts aux petites et moyennes entreprises. Bien qu'ils fournissent un accès indispensable au capital, leurs profils de risque ressemblent souvent à ceux des prêts à effet de levier ou des obligations à haut rendement, avec en plus des frais plus élevés. Des études universitaires montrent que les prêteurs non bancaires servent généralement des emprunteurs plus risqués ou plus spécialisés et élargissent l'offre de crédit lorsque les banques se retirent en raison de réglementations plus strictes. Les conditions des prêts directs (*direct lending*) peuvent être largement personnalisées et comporter des exigences moins strictes. Cela implique d'autres formes de surveillance et de transfert de risque, plutôt qu'un remplacement direct des crédits bancaires. La valeur ajoutée spécifique du crédit privé réside principalement dans la rapidité d'octroi des crédits et la flexibilité de structuration. L'exposition reste toutefois cyclique et sensible au crédit. Le profil de risque pour les investisseurs ne diffère donc pas fondamentalement de celui des crédits bancaires.

► **Pascal Böni:** Les fonds de crédit privé ne sont pas des banques déguisées. Ils jouent un rôle distinct pour chaque partie prenante. Pour les investisseurs, des véhicules tels que les sociétés de développement commercial offrent des rendements de dividendes attractifs dans un format diversifié et coté en bourse. Pour les banques, ils constituent un moyen indirect de fournir des capitaux à des emprunteurs de taille moyenne dans un environnement réglementaire moins restrictif. Pour les entreprises, ils créent des possibilités de financement flexibles et sur mesure lorsque les crédits traditionnels ne sont pas disponibles. Le secteur a connu une croissance rapide et gère aujourd'hui près de 2'000 milliards de dollars américains d'actifs. À titre de comparaison, le marché américain des prêts à effet de levier représente un volume de 1'500 milliards de dollars américains d'encours et celui des obligations à haut rendement 1'700 milliards de dollars américains. Cette comparaison montre que le crédit privé ne se contente pas de recycler les risques bancaires, mais qu'il complète l'activité de prêt des banques et crée de la valeur ajoutée.

► **Andreas Nicolli:** Les fonds de crédit privé proposent des financements flexibles aux emprunteurs qui ne sont pas nécessairement éligibles aux prêts bancaires traditionnels. Ces fonds investissent des ressources spécifiques dans la surveillance des prêts individuels, une tâche qui peut s'avérer coûteuse pour les banques réglementées. Dans certains cas, les banques préfèrent donc octroyer des prêts indirectement par l'intermédiaire de plateformes de crédit privé diversifiées. La dynamique du marché varie d'un pays à l'autre. En Suisse, les banques régionales et cantonales entretiennent des relations étroites avec les petites et moyennes entreprises et accordent souvent des prêts directement. Le crédit privé est plus destiné aux entreprises à haut risque ou à fort besoin en liquidités. Les deux modèles peuvent coexister.

Dans quelle mesure les portefeuilles cotés en bourse peuvent-ils reproduire les rendements du capital-investissement ?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Les portefeuilles publics peuvent reproduire une partie du profil de rendement du capital-investissement en privilégiant des facteurs tels que les petites capitalisations, la valeur et l'effet de levier. Des études montrent qu'une part importante de la performance du capital-investissement est attribuable à ces facteurs systématiques, de sorte que des portefeuilles cotés en bourse soigneusement constitués peuvent être utiles pour l'allocation ou l'analyse comparative. En revanche, il faut garder en tête que la reproduction n'est jamais complète. Ces stratégies de benchmarking ne peuvent refléter ni le moment des appels de fonds et des distributions, ni prendre en compte des éléments constitutifs du capital-investissement, tels que la propriété active, l'influence sur la gouvernance, les changements opérationnels, l'effet de levier et la

structuration. Pour les investisseurs, la reproduction des caractéristiques des marchés privés sur les marchés publics permet certes des frais moins élevés et une liquidité quotidienne, mais elle s'accompagne d'erreurs de suivi plus importantes. Le capital-investissement reste intéressant pour ceux qui apprécient l'influence directe sur les entreprises et les avantages attribués à l'illiquidité.

La surperformance se maintient-elle une fois que les sociétés de capital-investissement atteignent une taille très importante ?

► **Stefan Pomberger:** Le capital-investissement n'est pas un secteur homogène. Les acteurs vont de petites "boutiques", comptant une poignée d'experts gérant quelques centaines de millions de dollars américains, à des méga-fonds qui emploient des milliers de personnes et gèrent plus de 1'000 milliards de dollars américains d'actifs. Dans les petites structures, les gestionnaires agissent de manière plus entrepreneuriale, car leurs compétences, leur jugement et leur engagement personnel ont une importance disproportionnée. Les erreurs peuvent donc être coûteuses. Les grandes entreprises, en revanche, ont déjà prouvé leurs compétences et acquis une solidité financière leur permettant de faire face aux revers. L'influence d'un associé individuel est diluée dans un vivier de talents plus important, et les performances de l'entreprise dépendent davantage des processus institutionnels que du talent d'un individu. Les investisseurs doivent comprendre qui ils soutiennent. Les engagements de capitaux s'étendent sur une décennie ou plus, et la durabilité des performances dépend non seulement de la taille de l'entreprise, mais aussi de la cohérence de sa stratégie et de ses incitations avec celle de ses investisseurs au fil du temps.



Les stratégies des marchés privés sont-elles sensibles aux taux d'intérêt et aux cycles et dans quelle mesure dépendent-elles des cycles macroéconomiques ?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Les stratégies privées sont fortement exposées aux taux d'intérêt, en raison de leur dépendance au financement externe et des évaluations fondées sur les flux de trésorerie actualisés. La hausse des taux d'intérêt augmente leurs coûts de financement, réduit la valeur des actifs et pèse sur les multiples de sortie, ce qui a un impact direct sur leurs rendements. Des études universitaires montrent que l'effet de levier et le prix des rachats sont étroitement corrélés aux taux d'actualisation agrégés et aux conditions de crédit. Lorsque les primes de risque sur les actions et les *spreads* de crédit diminuent, les activités de transaction et les valorisations augmentent. Et lorsque les crédits sont bon marché, l'endettement et les multiples d'entrée augmentent. Pour résumer, la performance du capital-investissement est étroitement liée à l'environnement macroéconomique général et n'en est pas isolée.

Les multiples et ratios de performance habituels des fonds sont-ils des indicateurs pertinents ?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Les indicateurs basés sur des ratios, tels que le ratio DPI (*Distributions to Paid-In Capital*), qui mesure la part de la valeur qui a déjà été retournée aux investisseurs sous forme de distribution, ou le ratio TVPI (*Total Value to Paid-In Capital*), qui mesure la performance globale d'un investissement en incluant à la fois les distributions déjà effectuées et la valeur résiduelle du fonds, offrent un aperçu pratique des performances. Cependant, ils sont loin d'être suffisants pour guider une stratégie d'investissement. Les indicateurs purement temporels, tels que le taux de rendement interne (*Internal Rate of Return* ou *IRR*), sont également sujets à des distorsions, car ils peuvent être gonflés par des sorties précoces et reposent sur des hypothèses irréalistes de réinvestissement au même taux d'intérêt. Ces multiples et indicateurs décrivent les flux de capitaux d'un fonds, mais ne disent pas grand-chose sur le risque, la liquidité ou les rendements économiques réels. C'est pourquoi des alternatives telles que les méthodes *Public Market Equivalent* (*PME*) ou *Direct Alpha* ont gagné en popularité, car elles mesurent de manière plus réaliste les performances des marchés privés par rapport à celles des marchés publics.

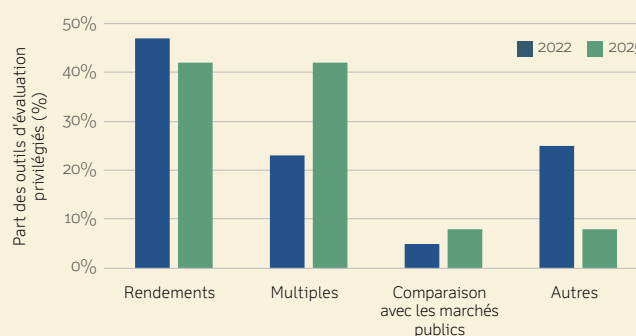
Les outils de benchmarking PME et Direct Alpha résolvent-ils vraiment le problème ?

► **Vesa Pursiainen:** Les méthodes PME et Direct Alpha sont des outils précieux et souvent plus informatifs que le taux de rendement interne ou les multiples de fonds. Elles présentent toutefois des limites. Toutes deux nécessitent la sélection d'un indice de référence, et aucun indice unique ne correspond parfaitement à un fonds de capital-investissement ou au marché dans son ensemble. Le S&P 500, par exemple, diffère des cibles de rachat typiques en termes de composition sectorielle, de taille des entreprises, de

niveau d'endettement et de présence géographique. D'autres indices de référence présentent des lacunes similaires. Cela favorise le "*benchmark shopping*", qui consiste à choisir l'indice de référence le plus favorable à la performance. Une approche pragmatique consiste donc à tester la performance par rapport à plusieurs indices et à veiller à rester cohérent. Il est également important de noter que ces indicateurs ne reflètent pas une prime d'illiquidité potentielle.

► **Stefan Pomberger:** La fiabilité des multiples et des indicateurs clés sur les marchés privés est intrinsèquement limitée. Les informations sont disponibles avec un certain décalage et les commandités disposent d'une marge d'appréciation considérable quant au moment et à la manière dont elles sont communiquées. Les indicateurs clés standard ne reflètent ni la liquidité ni le risque, de sorte que les investisseurs ne disposent pas de méthodes vraiment efficaces pour évaluer les rendements économiques réels. Aucun indicateur unique ne peut résumer un univers aussi complexe. Dans le domaine du crédit, les notations fournissent des repères utiles, mais les investissements en actions dans des sociétés non cotées en bourse nécessitent une analyse plus approfondie. Le pouvoir de marché, l'évolutivité, la gouvernance et le degré d'implication personnelle peuvent constituer des facteurs tout aussi importants que les chiffres publiés. Après tout, la finance est une science sociale, où les résultats reflètent non seulement les *business plans* et les indicateurs clés, mais aussi des cycles, les incitations et parfois simplement le facteur chance. Les investisseurs qui s'appuient trop sur les indicateurs clés risquent de négliger des dynamiques plus larges qui déterminent en fin de compte le niveau des rendements.

Indicateurs d'évaluation de la performance des fonds : rendement, multiples et comparaison avec les marchés publics



Note : Ce graphique présente les outils d'évaluation privilégiés pour les années 2022 et 2025. Les rendements mesurent la performance pondérée dans le temps et tiennent compte de la succession des appels de fonds et des distributions (par exemple, le taux de rendement interne, TRI). Les multiples indiquent le rapport entre la valeur créée et le capital investi et ne tiennent pas compte du timing (par exemple, les distributions par rapport au capital versé, *Distributions to Paid-In Capital*, DPI, ou la valeur totale par rapport au capital versé, *Total Value to Paid-In Capital*, TVPI). La comparaison avec les marchés publics (*Public Market Equivalents*, PME) compare la performance des marchés privés à des indices boursiers directs. Finalement, "autres" fait référence aux instruments qui n'entrent dans aucune de ces catégories.

Source : McKinsey & Company

Que faut-il faire pour comprendre cette complexité et investir judicieusement ?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Les marchés privés sont intrinsèquement complexes. La gestion de programmes internes nécessite une expertise approfondie et des capitaux considérables. Certains investisseurs institutionnels, tels que l'*Abu Dhabi Investment Authority*, ont constitué de grandes équipes internes spécialisées dans le capital-investissement, tandis que d'autres, notamment le *Norwegian Government Pension Fund Global*, ont choisi de se tenir à l'écart du capital investissement, invoquant des préoccupations liées aux frais élevés et au manque de transparence. Même avec un volume d'investissement de plus de 1'000 milliards de dollars, les marchés privés ne constituent pas automatiquement une stratégie d'investissement appropriée. Pour les investisseurs particuliers, les défis sont encore plus grands. Les marchés publics bénéficient de l'existence d'autorités de surveillance telles que l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) en Suisse ou la *Securities and Exchange Commission (SEC)* aux États-Unis, qui imposent des normes de divulgation strictes. Les marchés privés ne bénéficient pas d'une surveillance équivalente. Les investisseurs disposent donc de moins de transparence. Des normes de *reporting* plus strictes et plus uniformes constitueraient une première étape pour réduire la complexité et rendre les marchés privés accessibles à un public plus large.

► **Pascal Böni:** Les investisseurs habitués aux cours en direct et aux transactions instantanées sur les marchés publics sont confrontés à une réalité bien différente sur les marchés privés. Sur ces derniers, les évaluations sont influencées par des retards dans la publication des rapports et par des biais d'évaluation. Et dans certains cas, les transactions ne sont jamais conclues. Les structures de frais sont également moins transparentes que celles d'instruments d'investissement simples et peu coûteux tels que les fonds négociés en bourse (*exchange-traded funds* ou *ETF*). Comprendre et maîtriser

l'allocation de capitaux dans cet environnement demande du temps et de l'expérience. Cela ne s'apprend pas du jour au lendemain.

► **Andreas Nicoli:** L'éducation, la patience et la constance sont indispensables. Un horizon à long terme permet aux commandités de se concentrer sur la création de valeur plutôt que sur les fluctuations à court terme, et des engagements de capitaux réguliers sur plusieurs années aident les commanditaires à tirer parti des effets de réinvestissement sur plusieurs cycles. Les marchés publics et privés ont des structures différentes et ne peuvent pas être considérés sous le même angle. Les investisseurs doivent comprendre les différents types de fonds, car les structures fermées, ouvertes, à durée indéterminée (*evergreen*), semi-liquides et de continuation se comportent chacune différemment. Des facteurs comme les frais, les impôts et la concentration influencent également les résultats. Pour les investisseurs particuliers, malgré une tendance à la démocratisation, il est indispensable de prendre conscience que les fonds de capital-investissement ne sont pas comparables à un ETF indiciel. Même au sein de l'univers du capital-investissement, les stratégies varient considérablement. Une plateforme de méga-rachat peut regrouper des centaines d'entreprises stables, tandis qu'un fonds de capital-risque peut se concentrer sur un petit groupe de jeunes pousses en phase de démarrage. En raison de ces différences, il est important de comprendre dans quel type de véhicule nous investissons. Une diversification du portefeuille peut être utile, car les placements alternatifs sont moins corrélés aux marchés publics. Cependant ils nécessitent un horizon d'investissement à long terme et des réserves de liquidités suffisantes.



La situation actuelle: tensions sur les liquidités et doutes concernant les valorisations

Les fonds des marchés privés continuent-ils de "surpasser" les marchés publics, et si oui à quels horizons ?

► **Vesa Pursiainen:** La question de savoir si les fonds privés génèrent des rendements supérieurs à ceux des marchés publics dépend de la personne à qui la question est posée, des données utilisées, de la période considérée et des indices de référence choisis. Durant certaines périodes, le capital-investissement semble avoir généré des rendements plus élevés. Toutefois, en général, les rendements nets réalisés ont été comparables à ceux des actions cotées en bourse. Cela a été particulièrement vrai ces dernières années, car le secteur a mûri et les flux de capitaux ont augmenté. De plus, ces comparaisons ne tiennent pas pleinement compte des différences de risque, ce qui rend le concept de "surpasser" les marchés publics quelque peu trompeur.

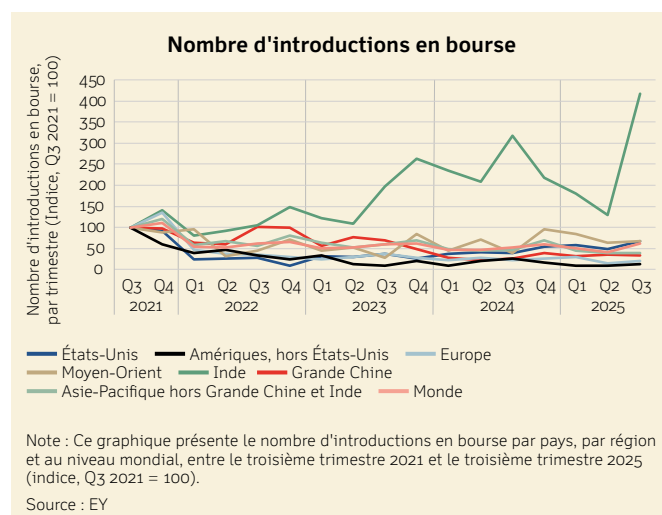
► **Rüdiger Fahlenbrach:** Des études utilisant des indices de référence pondérés en fonction des flux de trésorerie montrent que la surperformance du capital-investissement a été épisodique et s'est concentrée sur certaines années et certaines stratégies. Les rachats d'entreprises lancés aux États-Unis avant le milieu des années 2000 ont souvent surpassé les marchés publics de plusieurs points de pourcentage par an. Le capital-risque a enregistré des performances nettement supérieures à la moyenne dans les années 1990, mais a sous-performé dans les années 2000. Des études scientifiques récentes concluent que les rendements des marchés privés, considérés dans leur ensemble, ne se distinguent pas des indices de référence publics généraux, en particulier lorsqu'ils sont mesurés sur une base pondérée en fonction du capital. Les résultats restent très dispersés, car les meilleurs fonds continuent d'offrir des rendements attractifs, mais la persistance s'est affaiblie avec la croissance du secteur. L'idée d'une "prime universelle des marchés privés" est donc exagérée, car la performance dépend fortement du choix des gestionnaires et du *timing* du marché.

Comment expliquer le resserrement des liquidités et que révèle la situation actuelle ?

► **Vesa Pursiainen:** La liquidité a fortement diminué, car les sorties ont été bloquées et les distributions ralenties. Les commanditaires attendent plus longtemps pour obtenir des retours sur investissement, tandis que leur capital reste immobilisé, ce qui complique également la levée de nouveaux fonds par les commandités. Du côté des commanditaires, les portefeuilles contiennent des actifs que les gestionnaires souhaiteraient vendre, mais il y a peu d'acheteurs prêts à payer les prix demandés par les gestionnaires. Une série de chocs concomitants a contribué à ce ralentissement, notamment la pandémie de Covid-19, les perturbations des chaînes d'approvisionnement, l'inflation, la hausse des taux d'intérêt, les crises énergétiques et géopolitiques ainsi que les incertitudes en matière de politique commerciale. Tous ces facteurs ont retardé les sorties.

► **Stefan Pomberger:** Les changements réglementaires et monétaires ont impacté la liquidité. Les réformes adoptées après la crise, telles que les normes de Bâle III, ont orienté les banques vers l'octroi de prêts plus sûrs. Les financements plus risqués ont quant à eux été réorientés vers les fonds de crédit privés. Les taux d'intérêt ultra-bas ont incité les investisseurs à rechercher des rendements, mais la hausse des taux depuis 2022 a inversé cette dynamique. Les coûts de financement ont grimpé en flèche, le rythme des transactions s'est ralenti et la liquidité sur les marchés privés a diminué. Pour l'heure, les taux de défaut restent bas, mais certains secteurs sont sous pression au niveau international.

► **Andreas Nicoli:** La liquidité dépend des activités de fusions et acquisitions et des introductions en bourse, qui sont toutes deux devenues rares. Les distributions de nombreux fonds sont proches de zéro, ce qui signifie que les commanditaires n'ont pas eu de retours sur investissement pour répondre aux appels de fonds des nouveaux fonds. L'incertitude géopolitique a également freiné l'appétit des acheteurs. La levée de fonds s'est ralentie et certains demandent désormais si les évaluations des commandités sont réalistes. Il en résulte un certain attentisme. Après une année 2024 décevante, un optimisme prudent règne, avec l'espoir d'un rebond au second semestre 2025. Les marchés des introductions en bourse ont redémarré et d'autres sorties de sponsors pourraient suivre.



Les investisseurs se rebiffent-ils contre les fonds de continuation dirigés par les commandités ?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Les fonds de continuation permettent aux commandités de transférer une ou plusieurs sociétés de leur portefeuille d'un fonds arrivant à échéance vers un nouveau véhicule. Cela permet de proposer des liquidités aux investisseurs existants tout en prolongeant leur engagement dans des actifs jugés attractifs. Ces fonds soulèvent des questions en matière de conflit d'intérêts, car le commandité intervient des deux côtés de la transaction et influence son évaluation, ses frais et ses conditions. Pour remédier à ce problème, les processus s'appuient de plus en plus sur des avis d'équité, des conseillers indépendants et des appels d'offres concurrentiels. Lorsque ces garanties sont faibles, certains commanditaires opposent une certaine résistance et préfèrent vendre leurs parts plutôt que de les transférer dans le fonds de continuation. Selon les rapports du marché, les taux de transfert se situent entre 20 et 40%. Par rapport aux alternatives, telles que la prolongation de la durée de vie d'un fonds, qui oblige tous les commanditaires à poursuivre le partenariat, ou la vente à un autre sponsor, qui met fin à l'engagement, les fonds de continuation peuvent offrir un compromis, et permettre de choisir entre la liquidité et la poursuite de la participation.

► **Vesa Pursiainen:** Les réactions des investisseurs sont mitigées. Certains commanditaires acceptent les fonds de continuation comme une solution pragmatique dans un environnement de marché où les sorties sont rares. D'autres craignent que les fonds de continuation ne soient le signe d'opportunités moins intéressantes ou d'évaluations gonflées. La plupart des commanditaires préfèrent encore les sorties classiques, même si cela implique d'accepter des prix inférieurs aux valeurs comptables actuelles. Les véhicules de continuation créent également de nouveaux conflits d'intérêts, ce qui alimente le scepticisme quant à savoir s'ils servent réellement les intérêts des commanditaires.

► **Andreas Nicoli:** Les motivations derrière les fonds de continuation sont multiples et variées. Ces fonds peuvent apporter des solutions lorsque les sorties sont difficiles ou lorsque nous estimons qu'une entreprise aurait un plus grand potentiel de croissance sous la direction du même commandité. Ils prolongent cependant la durée de vie du fonds et immobilisent le capital des investisseurs plus longtemps que prévu. Les critiques surgissent surtout lorsque ces véhicules apparaissent comme des moyens de temporiser plutôt que comme des instruments de création de valeur réelle. Cela montre de nouveau à quel point il est important d'harmoniser clairement les intérêts des commandités et des commanditaires.



Les évaluations s'adaptent-elles à la réalité dans tous les secteurs ?

Pascal Böni: Les évaluations sont au cœur du débat actuel sur les marchés privés. Le défi réside dans le fait que les évaluations déclarées continuent d'être en décalage avec la réalité économique sous-jacente. En effet, les évaluations privées basées sur des expertises ont tendance à s'ajuster plus lentement que les cours du marché boursier. Cette inertie a retardé les dépréciations. Mais comme les sorties restent rares et que les conditions de financement se durcissent, l'écart se réduit. Les autorités de surveillance sont devenues vigilantes. La SEC a remis en question les pratiques d'évaluation et de reporting des fonds privés et averti le marché que les chiffres publiés pourraient être trop optimistes. La pression exercée à la fois par les conditions du marché et la surveillance des autorités réglementaires laisse penser que les évaluations continueront à se rapprocher des prix sur les marchés liquides.

Quels signaux les gestionnaires envoient-ils dans leurs lettres aux investisseurs ?

Pascal Böni: Les lettres aux investisseurs des plus grands gestionnaires du marché privé font état d'un ralentissement de la levée de fonds. En 2000, le cycle moyen de levée de fonds pour le capital-investissement et le crédit privé était de sept et douze mois. Aujourd'hui, il est en moyenne trois fois plus long et atteint 23 et 29 mois. Le rythme des transactions a considérablement diminué au cours des quatre dernières années. Les capitaux sont donc utilisés avec davantage de prudence, les sorties prennent plus de temps et les revenus provenant des commissions de gestion ont diminué. Dans le même temps, les gestionnaires indiquent qu'ils s'attendent

à ce que les conditions restent difficiles jusqu'à ce que les coûts de financement diminuent et que la liquidité s'améliore. Le message récurrent est celui de la résilience plutôt que de l'optimisme. Les entreprises mettent en avant leur taille, leur diversification et leur capital à long terme comme des coussins de sécurité, mais elles ne sont pas à l'abri du cycle économique. Un exemple frappant est celui de *State Street*, l'un des plus grands gestionnaires d'actifs au monde, qui s'est associé à *Apollo*, une société de capital-investissement de premier plan, pour lancer un ETF de crédit privé, Apollo injectant elle-même des liquidités pour rendre le produit négociable. Cet exemple montre la pression à laquelle sont confrontés les gestionnaires et leur volonté de s'adapter en créant de nouveaux véhicules pour attirer des capitaux.

Durée de levée de capitaux dans les fonds de crédit privée



Note : Ce graphique montre la durée moyenne de levée de fonds pour les fonds de crédit privé de 2000 à octobre 2025.

Source: Preqin

Les marchés privés en pleine mutation: accès des investisseurs privés et croissance future

Pourquoi les gestionnaires ouvrent-ils maintenant les marchés privés aux investisseurs particuliers ?

► **Vesa Pursiainen:** Les appels à élargir l'accès ne sont pas nouveaux. Ce qui a changé, c'est le contexte et l'environnement politique. Les marchés publics sont devenus plus concentrés, avec moins de cotations en bourse et d'opportunités de croissance, tandis que les marchés privés ont pris de l'ampleur et se sont développés. Dans certaines régions du monde, les conditions politiques sont désormais plus favorables à l'accès aux marchés pour les investisseurs privés, ce qui rend cet accès plus réalisable.

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Des facteurs liés à l'offre et à la demande expliquent cette évolution. Du côté de l'offre, en 2022 l'effet "dénominateur" a contraint de nombreuses institutions à réduire leurs activités, car la chute des marchés publics a augmenté le poids relatif des investissements privés, amenant ainsi les allocations des marchés privés à leurs limites maximales. Cette pression s'est atténuée avec le rebond des marchés publics, mais elle est devenue plus problématique du côté du "numérateur". Les distributions ont ralenti tandis que les appels de fonds se poursuivent, ce qui signifie que les commanditaires sont confrontés à des flux de trésorerie nets négatifs et à un manque de liquidités. Du côté de la demande, les gestionnaires de fortune et les investisseurs institutionnels recherchent de la diversification et du rendement. Les gestionnaires d'actifs ont réagi en proposant des fonds à durée indéterminée et des fonds à intervalles réguliers qui facilitent l'entrée et offrent une liquidité limitée. Cependant, ces véhicules ne changent pas les faits fondamentaux, car les actifs des marchés privés demeurent illiquides, opaques et coûteux. L'ouverture des marchés privés au marché du détail transfère ces charges aux investisseurs privés, mais sans les éliminer.

► **Pascal Böni:** Les marchés privés sont déjà inondés de capitaux, comme le montrent les milliards de dollars américains de dry powder accumulés au cours d'une décennie de forte croissance et de taux d'intérêt bas. Les succès les plus connus du secteur illustrent les gains potentiels. Parmi eux figure le rachat par LBO de *Hilton Hotels* par *Blackstone* en 2007, une opération qui avait généré 14 milliards de dollars américains de bénéfices, alors même qu'elle a eu lieu à la veille de la crise financière mondiale. Cependant, de telles transactions sont exceptionnelles et rarement accessibles à tous. La démocratisation des marchés privés profite clairement aux gestionnaires, aux banques et aux sociétés de portefeuille, mais il est beaucoup moins certain que les investisseurs particuliers obtiennent sur une période de dix ans des rendements attractifs, ajustés au risque et après déduction des frais.

Qui bénéficie de l'accès des particuliers aux marchés privés et qui en supporte les risques ?

► **Vesa Pursiainen:** Les gestionnaires des marchés privés, en particulier les fonds de capital-investissement, en profitent le plus. Les afflux de capitaux provenant des investisseurs particuliers se traduisent par une augmentation des commissions et potentiellement par une nouvelle source de capitaux permettant d'atténuer la pression sur les liquidités. Pour les investisseurs particuliers, les avantages sont moins évidents. Ils pourraient bénéficier d'une plus grande diversification et d'un accès à de nouvelles classes d'actifs, potentiellement avec des profils risque-rendement attractifs. Mais les coûts sont élevés et les investisseurs particuliers sont souvent confrontés à des niveaux de commissions plus élevés que les investisseurs institutionnels. La transparence est moindre et la complexité plus élevée. Ces facteurs incitent à la prudence. Cela dit, les restrictions d'accès ne devraient être imposées que lorsqu'il existe des raisons valables de le faire. Les investisseurs particuliers ont déjà accès à des produits spéculatifs sur d'autres marchés, notamment des opérations de change à fort effet de levier ou des actifs numériques dont les perspectives de rendement sont discutables. Il n'y a aucune raison que le capital-investissement soit considéré comme plus risqué que certains de ces produits.

► **Pascal Böni:** La question clé est de savoir si cette expansion sert les intérêts des investisseurs ou ceux du secteur. Si le capital-investissement affichait systématiquement une forte surperformance, les gestionnaires n'auraient pas besoin d'élargir leur base d'investisseurs. Le fait que les marchés privés deviennent aujourd'hui plus accessibles pourrait être un signe que la croissance des institutions traditionnelles a atteint son apogée. Pour les gestionnaires, les flux provenant des investisseurs particuliers augmentent les actifs sous gestion et prolongent le cycle. En revanche, pour les investisseurs particuliers, les avantages sont beaucoup moins clairs.

Existe-t-il un moyen efficient de couvrir les investissements sur les marchés privés ?

► **Andreas Nicoli:** Des couvertures existent également sur les marchés privés, mais elles ne sont pas aussi importantes ni aussi sophistiquées que sur les marchés publics, où des contrats à terme et des options sur des actions de premier ordre comme celles d'*Apple* se négocient sur des milliers d'échéances et de prix d'exercice. Pour les actifs privés, cette diversité n'existe tout simplement pas. En principe, il est possible de couvrir les risques de marché, les risques de taux d'intérêt ou les risques sectoriels à l'aide de produits dérivés négociés en bourse, mais les mécanismes sont différents. Comme les évaluations des marchés privés sont basées sur des expertises, les couvertures compensent rarement les pertes à hauteur de leur valeur. Plus important encore, il n'existe pratiquement aucune couverture contre le risque de liquidité, si ce n'est la diversification du portefeuille.

► **Stefan Pomberger:** Les marchés privés ne disposent pas de l'infrastructure de couverture robuste des marchés publics, mais il existe certaines solutions alternatives pratiques. La syndication, qui consiste à s'associer à d'autres entreprises pour partager les risques et limiter l'exposition à une seule entreprise, un seul secteur ou une seule zone géographique, est la plus efficace. Les grands syndicats offrent également des avantages en termes d'information et d'échelle. En outre, la diversification reste l'instrument le plus important. Répartir les investissements entre plusieurs entreprises et impliquer des tiers contribue à une distribution plus équilibrée des risques, même si cela ne les élimine pas.

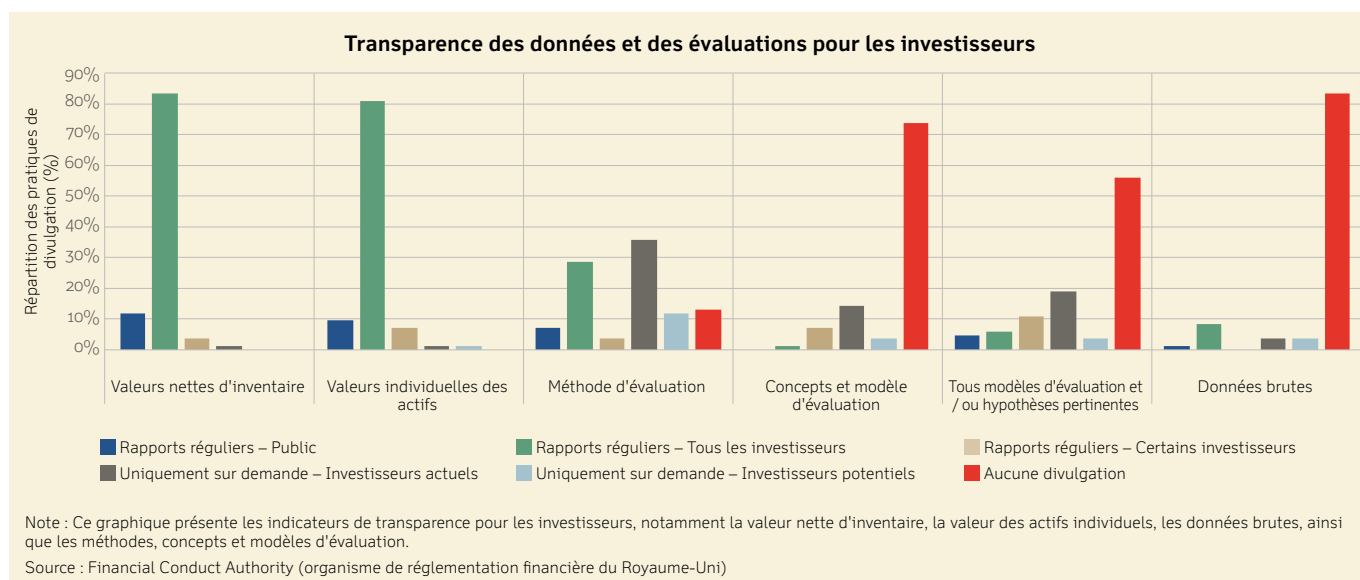
Quelles réformes pourraient renforcer l'alignement des intérêts et accroître la confiance des investisseurs ?

► **Andreas Nicoli:** Les marchés privés étant axés sur le long terme, illiquides et opaques, la confiance entre les commandités et les commanditaires est importante. Une structure de frais transparente et la garantie que les principaux décideurs participent avec leurs propres capitaux sont des moyens éprouvés pour désamorcer les principales sources de tension. Des frais de gestion raisonnables, fondés sur les coûts et les performances, peuvent motiver les gestionnaires à optimiser les résultats. Les performances réelles d'un fonds ne peuvent être évaluées que sur l'ensemble de son cycle de vie. C'est pourquoi les commandités doivent rendre compte de leur gestion aux commanditaires de manière cohérente et claire. La réputation et la confiance dépendent d'une bonne communication.

► **Pascal Böni:** Les investisseurs doivent d'abord déterminer clairement pourquoi ils souhaitent investir dans les marchés privés. Le capital-investissement est particulièrement exigeant, car les évaluations peuvent être biaisées, les estimations de rendement sont incertaines et la liquidité est difficile à évaluer. Avec ses coupons variables et ses plans de remboursement clairs, le crédit privé est généralement plus transparent et offre une protection partielle contre l'inflation. Néanmoins, les investisseurs institutionnels, en particulier les fonds de pension, investissent massivement dans le capital-investissement, souvent sous l'influence des discours véhiculés par le secteur lui-même. Un meilleur alignement des intérêts entre commanditaires et commandités nécessite des rapports plus transparents et basés sur des données, afin que les décisions reposent sur des preuves tangibles plutôt que des capacités à convaincre. Plus important encore, il est essentiel que les investisseurs évaluent les fonds privés sur la base de rendements ajustés au risque, par le biais des méthodes PME ou Direct Alpha, plutôt que des indicateurs potentiellement trompeurs, tels que les taux de rendement interne ou les multiples.

Si les banques décident de revenir plus activement sur le marché du crédit, qu'advient-il du crédit privé ?

► **Vesa Pursiainen:** Il existe clairement un élément d'arbitrage réglementaire dans le crédit privé. Le durcissement des réglementations a rendu certains prêts moins attractifs pour les banques. Les fonds de crédit privés, qui offrent une plus grande flexibilité et ont des appétits au risque différents, ont pris le relais, générant parfois des rendements attractifs. En cas d'assouplissement de la réglementation bancaire, certains chevauchements d'activités réapparaîtraient, mais de tels changements ne semblent pas imminents.



Que se passerait-il si les fonds de pension américains allouaient une plus grande partie de leurs investissements aux marchés privés, et quelles leçons pouvons-nous tirer des débats sur la politique en matière de retraites ?

Pascal Böni: Aux États-Unis, les investisseurs institutionnels peuvent être classés en trois grands groupes. Les fonds de pension traditionnels à prestations définies (*defined benefit pension plans*), tels que CalPERS, qui gère plus de 500 milliards de dollars américains d'actifs, investissent déjà massivement sur les marchés privés. Les plans de retraite à cotisations définies (*defined contribution pension plans*), tels que les 401(k), connaissent une croissance rapide, mais leur accès aux marchés privés reste limité. Les comptes de retraite individuels (*individual retirement accounts* ou *IRA*) sont soumis à des règles d'admission sur les marchés privés et se heurtent à des limites en termes de liquidité et d'évaluation. Parmi ces trois types de fonds, les IRA constituent le plus grand pool, suivis par les régimes à cotisations définies et à prestations définies. Si davantage d'argent provenait de ces nouveaux canaux, en particulier des IRA et des 401(k), les rendements moyens risqueraient de baisser, car les transactions attractives sont limitées. Ce sont les investisseurs particuliers qui en feraient probablement les frais. La principale leçon à retenir est que les limites de capacité sont bien réelles, malgré le discours tenu par le secteur.

Andreas Nicoli: La simple logique de l'offre et de la demande suggère qu'en l'absence de transactions de meilleure qualité, des afflux de capitaux plus importants exerceraient une pression sur les rendements moyens. Le marché attirerait probablement de nouveaux acteurs, ce qui creuserait l'écart entre les commandités expérimentées et les nouveaux entrants. L'aspect positif serait qu'une concurrence accrue pourrait améliorer la transparence et réduire les frais. Avec le temps, un nouvel équilibre s'installerait et les investisseurs devraient évaluer si les rendements attendus justifient les risques encourus.

Rüdiger Fahlenbrach: Le problème central est celui de l'adéquation. Les épargnants se fient souvent à des options standard et ne saisissent pas pleinement les risques liés aux placements illiquides. Les longues durées d'engagement, les flux de trésorerie incertains et les frais élevés vont à l'encontre de leurs besoins de liquidité à la retraite. Les fonds à durée indéterminée et à intervalles réguliers offrent certes la possibilité de rachats, mais détiennent des actifs qui ne peuvent être vendus rapidement. En période de crise, les investisseurs peuvent voir leur accès restreint. Les cadres réglementaires varient également. Aux États-Unis, les directives du ministère du travail ont autorisé une certaine proportion de placements en capital-investissement dans les plans à cotisations définies, ce qui soulève des inquiétudes quant à la protection des investisseurs. Le règlement sur les fonds européens d'investissement à long terme (*European Long-Term Investment Fund* ou *ELTIF*) offre des mécanismes de protection plus clairs. En l'absence de mesures de protection solides, le risque existe que l'illiquidité et le manque de transparence soient transférés précisément aux épargnants qui sont les moins à même d'y faire face.

Comment les plus grands gestionnaires des marchés privés modifient-ils le paysage du secteur ?

► **Stefan Pomberger:** Les marchés privés affichent de plus en plus une dynamique "winner-takes-all" (le gagnant remporte tout). La raison est simple. Les barrières à l'entrée sont extrêmement élevées. Comme ces investissements s'étendent sur de longs cycles de vie, il faut des décennies pour prouver ses compétences et se forger une réputation. Cela favorise les acteurs établis et rend le secteur structurellement oligopolistique. Les petits acteurs peuvent certes encore exploiter quelques niches, mais dans l'ensemble une consolidation semble inévitable. Le scénario que nous avons observé dans le secteur bancaire et de la gestion d'actifs, où les fusions ont donné naissance aux géants mondiaux que nous connaissons aujourd'hui, pourrait bien se reproduire sur les marchés privés.

Les investisseurs particuliers sont-ils vraiment prêts pour les marchés privés ?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Sur le papier, les marchés privés semblent être l'investissement à long terme par excellence, ce qui les rend attrayants pour les épargnants particuliers qui planifient leur retraite. Mais la réalité est plus complexe. L'accès aux transactions les plus attractives est généralement limité. Les investisseurs particuliers y accèdent généralement par le biais de structures de fonds de fonds. Celles-ci permettent une diversification, mais elles ajoutent plusieurs niveaux de frais, ce qui diminue les rendements nets. Dans de nombreux cas, les ETF bien diversifiés et à faible coût restent un véhicule plus efficace pour les portefeuilles des investisseurs particuliers.

► **Pascal Böni:** Même dans le domaine du crédit privé, souvent considéré comme plus simple que le capital-investissement, les défis sont bien réels, car l'estimation des risques et des rendements est complexe, et si la performance moyenne peut dépasser celle des obligations à haut rendement, la dispersion reste importante. Les investisseurs accordent souvent trop d'importance au quartile supérieur. Dans la pratique, surtout sans l'expertise approfondie d'un gestionnaire chevronné, la probabilité de se retrouver dans le quartile inférieur est tout aussi élevée. L'écart de rendement entre les investissements qui performent le mieux et le moins bien peut dépasser 50 points de pourcentage sur une seule année. Pour les investisseurs particuliers, les résultats sont très incertains et loin de la "prime" constante qui leur est souvent promise.

Conclusion: recalibrer, réformer ou miser sur la reprise ?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Les données académiques suggèrent que les rendements nets sur les marchés privés sont plus modestes que ne le laissent entendre les discours du secteur et que les performances convergent progressivement vers les indices de référence publics au fur et à mesure que la classe d'actifs arrive à maturité. Il s'ensuit que nous devons recalibrer nos attentes. Des réformes en matière de transparence et de gouvernance semblent également nécessaires, d'autant plus que des inquiétudes persistent quant au manque de transparence des frais et aux conflits d'intérêts dans les transactions menées par les commandités. Si un rebond cyclique est toujours possible en cas d'assouplissement des conditions de financement, l'histoire montre que l'effet de levier et les valorisations suivent des cycles qui ne se traduisent pas nécessairement par des gains structurels. Le recalibrage et les réformes doivent donc primer sur le simple espoir d'une reprise.

► **Stefan Pomberger:** La voie à suivre est plus nuancée qu'un simple récit de réussite ou d'échec. Les turbulences sont inévitables. Certaines transactions échoueront et toutes les cuvées ne seront pas réussies. Les événements stressants peuvent accélérer la normalisation et déclencher une réglementation supplémentaire, en particulier en cas de choc systémique. Cependant, le volume considérable des capitaux non investis garantit que les marchés privés resteront actifs. Pour les investisseurs ayant un horizon à long terme, ils restent une option crédible et attrayante, à condition que les attentes restent réalistes et que les investisseurs privilégient la résilience.



Swiss Finance Institute

Avec le soutien de ses fondateurs – le secteur bancaire suisse, la Confédération et les principales universités suisses – le Swiss Finance Institute (SFI) assure une promotion active d'une recherche et d'un enseignement de classe mondiale dans les domaines de la banque et de la finance en Suisse. En combinant excellence académique et expérience pratique, le SFI contribue au renforcement de la place financière suisse.

Editeur et contact

Dr. Cyril Pasche
Senior Director Publications and Topic Development
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

