

Spécial

Marchés privés

Une croissance record à la loupe



(ADOBE STOCK)

Dettes privées: pourquoi ne pas prendre un peu plus de risques?

Les crédits privés accordés aux entreprises ou «private debt» ne sont pas négociés publiquement et proviennent d'investisseurs hors secteur bancaire. Cette catégorie d'investissement jusqu'alors peu observée a récemment connu une forte croissance mais a aussi été confrontée à plusieurs problèmes

Par Fredy Gilgen

«**E**n deux mots, la dette privée est une forme de financement externe par lequel des entreprises ou des projets obtiennent des crédits directement des mains d'investisseurs au lieu de se financer par le biais de banques ou d'obligations», explique Michael Bolliger, directeur des investissements pour la Suisse chez UBS Global Wealth Management.

Josh Shipley, responsable Europe, Direct Lending, chez PGIM, explique que cette forme de financement couvre l'ensemble du spectre de risques des emprunts, du crédit de qualité jusqu'aux *special situations*, au *distressed credit* et au *venture debt* (capital externe à des entreprises en croissance rapide). A la différence des emprunts classiques, ces crédits sont taillés sur mesure. Ils sont structurés individuellement, exigent une documentation détaillée et reposent sur des relations étroites entre le créateur et l'emprunteur.

Les opportunités qui en résultent sont séduisantes. «Pour les investisseurs, la dette privée est attrayante car les rendements sont plus élevés que pour des emprunts classiques, alors que le risque peut quand même être limité par des évaluations de solvabilité et des garanties contractuelles», souligne Michael Bolliger. A quoi s'ajoute une faible corrélation avec les marchés d'actions et d'obligations, ce qui contribue à la diversification.

Une faible volatilité ne signifie pas automatiquement un risque faible

La croissance du marché de la dette privée est impressionnante. En mars 2026, la fortune gérée dans le crédit privé se situait en Amérique du Nord, selon l'entreprise américaine de saisie de données Preqin, autour de 1100 milliards de dollars américains et, en Europe, autour de 500 milliards de dollars. A la fin de 2025, l'ampleur du marché du crédit privé global est estimée à quelque 2300 milliards de dollars de fonds sous gestion. Ce qui est par ailleurs impressionnant, c'est le rendement annuel moyen sur les dix dernières années, de 24%.

«Et cette croissance va se poursuivre», assure Marianne Zangerl, responsable mondiale des solutions d'investissement multi-actifs et alternatives chez Aberdeen Investments. Une majorité d'analystes s'attendent à ce que le marché global de la dette privée atteigne d'ici à 2029 un volume de quelque 5000 milliards de dollars, contre 2000 milliards en 2020.

Selon Marianne Zangerl, un des principaux secteurs de croissance à



(ADOBE STOCK)

long terme est le financement des titres adossés à des actifs dont le marché de crédit global sous-jacent est jaugé entre 20 000 et 30 000 milliards de dollars. «Seule une petite partie de ces activités est actuellement financée par le biais du *private debt*, ce qui laisse augurer un notable potentiel de croissance, car des établissements non bancaires conti-

nent d'arracher des parts de marché aux banques traditionnelles.»

Rendements et possibilités de diversification

Les raisons de cette rapide croissance tombent sous le sens: la dette privée a gagné en importance pour les investisseurs parce qu'elle assure des revenus stables et attrayants et

qu'elle autorise des rendements supérieurs à la moyenne par rapport aux marchés publics. Les investisseurs apprécient également la diversification qu'elle offre par rapport aux marchés publics.

Alors que par le passé les crédits privés formaient un marché institutionnel, de nouvelles structures de fonds comme les véhicules Evergreen

et les fonds semi-liquides ouvrent toujours plus l'accès aux investisseurs privés fortunés et même aux petits investisseurs. En revanche, pour les investisseurs privés, les investissements directs ne sont guère accessibles car ils exigent des montants minimaux (trop) élevés et une expertise professionnelle.

«Mais ce qui compte toujours, c'est que les conditions du fonds soient transparentes, adaptées aux privés et qu'elles reposent sur une liquidité durable», insiste l'experte Marianne Zangerl, chez Aberdeen Investments. Des véhicules bien construits peuvent, selon elle, proposer de la liquidité sans affecter les rendements: «Cela implique notamment le recours à des mécanismes de décaissement progressif pour les actifs à échéance plus courte et la combinaison d'investissements obligataires publics avec wdes véhicules de crédit privés. Cela permet d'éviter que les actifs privés ne doivent être vendus avec des décotes en période de tensions sur les marchés.»

Les banques sont devenues plus prudentes

Pour Josh Shipley, le marché de la dette privée a tellement augmenté en particulier parce que les banques se sont toujours plus retirées du marché de l'octroi de crédits aux entreprises et ont ainsi créé une faille dans l'univers du financement que les prêteurs de crédits non bancaires ont bien su combler, en particulier ceux qui disposent d'un bon réseau local. Pour les investisseurs, l'attrait réside dans des rendements

Impressum

Marchés privés est un supplément du «Temps» réalisé en collaboration avec la «Neue Zürcher Zeitung». Les articles ont été réalisés par NZZ Story Lab, prestataire interne à la NZZ, et par des journalistes indépendants.

Gestion de projet «Le Temps»: Célia Héron (rédactrice en chef adjointe Le Temps), Julia Chivet (responsable des suppléments), Clémence Lamirand (cheffe d'édition des suppléments), Simon Moreillon (chef d'édition Le Temps), Gian Pozzy (traduction), Nicolas Gressot (conception et graphisme), Olivia Wermus Genevay (iconographie), Samira Payot (responsable correction).

NZZ Content Creation: Norman Bandi (Head of NZZ Content Creation), Pamela Beltrame (concept et réalisation).

Le Temps Publicité: Marché régional, Sébastien Cretton (Head of Regional Sales) et Clément Espuche (Key Account Manager).

NZZone: Marché national, Anne-Sandrine Backes (Head of Business Unit Romandie) et Katharina Kälin (Key Account Manager).

Contact: publicite@letemps.ch
Le Temps SA, Avenue du Bouchet 2,
1209 Genève, + 41 22 575 80 50

plus élevés, surtout dans le contexte de taux bas qui caractérise toujours le paysage de l'investissement helvétique.

Le marché global est estimé à quelque 2300 milliards de dollars

La dette privée est susceptible de valoriser des portefeuilles par des cash-flows stables et une diversification dans l'ensemble de l'économie, des grands groupes jusqu'aux PME, et propose par rapport aux marchés publics une prime d'illiquidité ainsi qu'une prime de complexité. Vu que la demande ne cesse de croître en provenance du secteur de la gestion de fortune et de la banque privée, les gestionnaires de fortune se sont mis à développer des structures de crédit privé permettant aussi à des investisseurs privés fortunés d'investir.

Le rôle des fonds

«Les fonds constituent la colonne vertébrale du marché du *private debt*», affirme Josh Shipley. «Ils associent le capital et l'expertise, assurent une large diversification entre emprunteurs, secteurs et durée de validité tout en garantissant de la gouvernance, de la discipline de crédit et un suivi constant.» Avec l'avènement de marchés secondaires pour le crédit privé (Pri-

vate Credit Secondaries), le rôle des fonds sur lesquels les investisseurs peuvent négocier des parts de fonds s'est étendu. Cela crée de la liquidité dans une classe d'actifs connue pour être illiquide.

«Les fonds fonctionnent comme des octroyeurs de crédits spécialisés qui procurent, souscrivent et surveillent des crédits que les banques ne sauraient éventuellement pas proposer», ajoute Marianne Zangerl. Ils offrent: - une graduation selon l'origine par de vastes réseaux d'acquisition; - de la diversification quant aux emprunteurs, aux secteurs et aux structures; - un alignement réglementaire pour les clients d'assurances et de caisses de pension; - une surveillance active et le respect des conditions de crédit afin de protéger le capital de l'investisseur.

Selon les observations de l'experte d'Aberdeen Investments, ces fonds s'étendent désormais au-delà de l'octroi direct de crédits aux domaines des crédits privés sur titres investissables, des financements adossés à des actifs, des financements de navires et des financements de fonds, ce qui reflète la maturation et la diversification du marché.

Problèmes de croissance

Cela dit, avec la popularité croissante de cette classe d'investissement, la concurrence a également augmenté dans la branche. Résultat: rendements plus bas, appétit pour le risque accru. C'est pourquoi certains prestataires se sont retrouvés sous pression ces derniers mois, notamment parce que leurs portefeuilles

La dette privée en bref

Quels sont les plus grands atouts du secteur?

- Rendements attrayants par rapport aux crédits publics avec de fortes primes d'illiquidité et de complexité.
- Forte protection contre les pertes de cours grâce à des conditions de crédit strictes et des ensembles de garanties assurés par des conditions taillées sur mesure.
- Diversification du portefeuille par-delà les secteurs et les structures, accès à des secteurs qui ne sont pas disponibles sur les marchés publics.
- Potentiel de structures à taux variables qui assurent une protection dans un contexte de taux à la hausse.
- Accès à des opportunités de niche telles que des crédits adossés à des actifs et des financements par des fonds.

Quels sont les plus grands risques?

- Risque de crédit: une mauvaise structuration ou de faibles conditions de crédit peuvent engendrer des pertes.
- Risque de cycle conjoncturel: des ralentissements conjoncturels peuvent exercer des pressions sur les emprunteurs.
- Concentration sectorielle: une diversification insuffisante peut renforcer les pertes.
- Risque d'une mise en œuvre inadéquate par le gestionnaire: la qualité des acquisitions, la discipline de surveillance et la mise en œuvre des conditions de crédit peuvent varier fortement.
- Evaluations opaques et marchés au ralenti: il est essentiel que le gestionnaire assure une approche de l'évaluation aussi robuste que transparente.
- Les risques peuvent être réduits par une construction réfléchie du portefeuille, un octroi de crédits compétent, une surveillance anticipatrice et le strict respect des conditions de crédit. ■ F. G.

crédit privé est devenu gigantesque et opaque. Après la crise financière, le marché a gonflé d'année en année d'un pourcentage à deux chiffres. Tandis que les banques se retiraient de certains domaines du marché du crédit, les fonds de crédit privé se sont engouffrés dans les failles ainsi créées. Les ralentissements écono-

«Selon les observateurs du marché, le vrai problème est que le crédit privé est devenu gigantesque et opaque»

VICTOR BALFOUR, STRATÈGE EN INVESTISSEMENTS INTERNATIONAUX CHEZ ROTHSCILD & CO

miques et des incidents spécifiques à certaines branches peuvent également affecter le remboursement des prêts. «Une fois de plus, on a été rappelé à la règle qu'une faible volatilité ne signifie pas automatiquement un faible risque», avertit Victor Balfour, stratège en investissements internationaux chez Rothschild & Co. Un choix soigneux et une surveillance constante des projets de crédit sont par conséquent essentiels. Et pour bien des investisseurs, une large diversification de leurs engagements, notamment par le biais d'un fonds de fonds, devrait également s'avérer cruciale. ■

CONTENU PARTENAIRE UBS

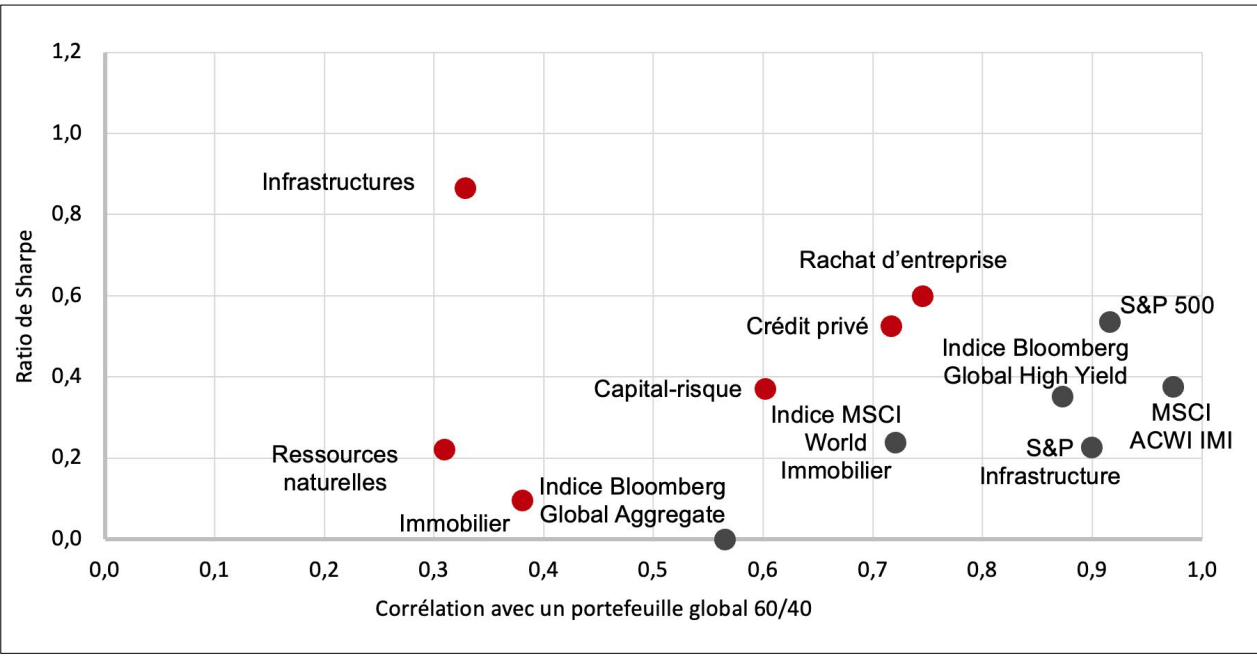
Mégatendances des infrastructures

La classe d'actifs des infrastructures se situe au cœur de plusieurs mégatendances qui transforment l'économie mondiale

Les investissements destinés à maintenir et à développer les actifs redessinent les modes de vie et de travail – de l'essor de l'intelligence artificielle (IA) à l'impératif de décarboner l'offre et la demande énergétiques. Les investissements dans les infrastructures ont également démontré leur résilience, offrant des rendements ajustés du risque attractifs, avec un ratio de Sharpe de 0,87 et une faible corrélation de 0,33 avec les portefeuilles mondiaux 60/40 sur le long terme, selon les analyses de Preqin. Les caractéristiques propres aux infrastructures – fourniture de services essentiels, fortes barrières à l'entrée et flux de trésorerie souvent indexés sur l'inflation – sont déterminantes pour leur profil de risque. A l'avenir, la convergence de cinq mégatendances – digitalisation, décarbonation, démographie, déglobalisation et désendettement – soutient la croissance durable des infrastructures privées. Tour d'horizon de quelques-unes de ces thématiques.

Digitalisation

L'émergence et l'adoption croissante des technologies d'IA entraînent une demande insatiable de données et de connectivité. Les centres de données sont au cœur de l'entraînement des nouveaux modèles d'IA innovants, ainsi que de leur diffusion croissante dans l'ensemble de l'économie. Répondre à cette demande nécessite une expansion significative des infrastructures digitales, y compris les centres de données, les réseaux de fibre optique et les antennes télécoms. Les investisseurs des marchés privés sont à l'avant-garde de ce développement, finançant aussi bien des *hubs de cloud computing* que les capacités de production d'énergie nécessaires. McKinsey estime que la consommation d'énergie des centres de données aux



Ratios de Sharpe et corrélation avec un portefeuille mondial 60/40 pour des indices privés non lissés et publics bruts (rouge = privé, gris = public). (PREQIN RESEARCH INSIGHTS, ALADDIN - DONNÉES À FIN JANVIER 2026.)

Etats-Unis pourrait tripler, passant d'environ 4% en 2024 à près de 12% en 2030¹. Les marchés privés permettent ainsi aux investisseurs de s'exposer à l'essor de l'ère numérique, tout en générant des flux de trésorerie stables, de long terme et contractualisés.

Décarbonation

La transition vers une économie bas carbone transforme profondément la production d'énergie. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit que la capacité installée d'énergies renouvelables va plus que doubler d'ici à 2030². Le déploiement du solaire s'accélère et devrait représenter près de 80% de l'augmentation de la capacité mondiale d'électricité

renouvelable. Les facteurs économiques, et non les subventions, font du solaire la technologie privilégiée, contribuant à faire passer la part des énergies renouvelables dans la production mondiale d'électricité de 32% en 2024 à environ 43% en 2030.

La décarbonation constitue ainsi l'un des thèmes d'investissement intergénérationnels les plus fiables.

Démographie

Les évolutions démographiques mondiales, notamment la croissance et le vieillissement de la population, nécessitent des investissements dans de nouvelles infrastructures. L'ONU prévoit que la population mondiale atteindra 9,8 milliards³ d'individus d'ici à

2050; à cette date, une personne sur six aura plus de 65 ans, contre une sur onze en 2024. Parallèlement, l'urbanisation rapide fera qu'environ 70% de la population mondiale vivra en ville d'ici à 2050, contre 58% aujourd'hui, exerçant une pression accrue sur les infrastructures de transport, de logement et de services publics. Les capitaux privés financent de plus en plus le développement de nouveaux réseaux existants, en complément ou en substitution des gouvernements. Ces investissements stimulent la croissance économique, à la fois via une demande à court terme liée aux activités de construction et via des effets d'offre à plus long terme grâce à l'accumulation de capital,

facilitant également l'accès aux marchés du travail le long des corridors de transport. Des rendements portés par la résilience Des infrastructures de connectivité digitale à l'énergie propre, en passant par la mobilité urbaine, les infrastructures privées sont appelées à jouer un rôle clé dans la réponse aux défis mondiaux. Les investisseurs peuvent capter le potentiel de ces tendances intergénérationnelles grâce à des modèles économiques peu risqués, soutenus par des contrats indexés sur l'inflation. Cette approche permet de générer des rendements attractifs ajustés du risque, assortis de flux de trésorerie stables, tout en contribuant à la modernisation et à la résilience de l'économie mondiale. ■

Roland Hantke, responsable Unified Global Alternatives Infrastructure, UBS et Philippe Barras, responsable de l'équipe Institutional Client Coverage Switzerland, UBS

¹ <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/how-data-centers-and-the-energy-sector-can-sate-ais-hunger-for-power>
² <https://www.iea.org/reports/renewables-2025>
³ <https://population.un.org/wpp/publications>

CONTENU PARTENAIRE
Contenu produit et commercialisé pour un partenaire. Réalisé indépendamment de la rédaction du «Temps». Voir notre charte des partenaires.





Investir dans le monde de demain

ments marketing des prestataires et leurs jolis tableaux multicolores du temps passé.

Est-ce de la science-fiction? A peine. Aujourd'hui déjà, on voit apparaître des ETF et des indices pour des placements mixtes, autrement dit des marchés publics et privés. Les principaux fournisseurs d'indices sont actifs: MSCI avec son MSCI All Country + Private Equity Index, Morningstar avec le Modern Market 100 Index. Il s'agit là des premières tentatives, encore un peu maladroites, d'une nouvelle génération d'indices de référence et d'ETF qui s'annonce gigantesque et lourde de conséquences.

Le marché privé est devenu trop grand pour constituer un marché de niche

Mais venons-en à la corrélation du mois. Elle est tirée du matériel marketing de Morningstar et est censée prouver que les placements «modernes» sont très supérieurs aux indices uniquement publics «obso-lètes» du bon vieux temps.

Sur le graphique, on voit l'indice traditionnel des actions Large-, Mid- et Small-Cap américaines. Si on n'avait pas investi uniquement dans des entreprises publiques mais en plus dans les dix plus grandes entreprises privées, on aurait eu une nette surper-formance. Oui on aurait... Car, pour diverses raisons, cette représentation n'est qu'à demi sérieuse. Il faut toute-fois s'attendre à un véritable déluge de messages publicitaires de la part des acteurs des marchés financiers.

Ce que le marché ne montre pas

A vrai dire, les structures telles que le Nasdaq, le S & P 500 et le MSCI World sont des critères bizarres pour mesurer la création de valeur d'un pays ou d'une région. Plus de 90% de toutes les entreprises au chiffre d'affaires supérieur à 100 millions de dollars ne sont pas cotées. Or elles sont à peu près 20 000. C'est un potentiel énorme.

Nvidia, Apple, Coca-Cola: le S & P 500 ne décrit qu'un échantillon de l'économie américaine. Les entre-prises qui y sont représentées n'em-ploient que 21% des travailleurs de l'économie privée aux Etats-Unis.

A quoi s'ajoute qu'une bonne partie de ce qui fait l'avenir ne figure pas dans les indices. Les investisseurs en ven-ture-capital financent actuellement quelque 5000 entreprises d'IA, davan-tage que toutes les sociétés cotées aux Etats-Unis. Nombre d'entre elles sont à peine connues mais se targuent déjà de valorisations surprenantes. Idem dans les biotechs et les fintechs.

C'est ainsi que les indices nationaux sont aujourd'hui à peine plus repré-sentatifs qu'à l'époque où tout le monde avait les yeux rivés sur le Dow Jones Industrial Average. Et l'on peut aussi inverser le raisonnement: les placements sur le marché privé pour-raient étendre l'éventail des indices publics restreints très bien cotés et les rendre ainsi plus représentatifs.

Privé, mais avec étiquetage du prix

Il faut des modifications afin de rendre les placements du marché privé investissables qu'à l'époque où tout le monde avait les yeux rivés sur le Dow Jones Industrial Average. Et l'on peut aussi inverser le raisonnement: les placements sur le marché privé pour-raient étendre l'éventail des indices publics restreints très bien cotés et les rendre ainsi plus représentatifs.

Privé, mais avec étiquetage du prix

Il faut des modifications afin de rendre les placements du marché privé investissables qu'à l'époque où tout le monde avait les yeux rivés sur le Dow Jones Industrial Average. Et l'on peut aussi inverser le raisonnement: les placements sur le marché privé pour-raient étendre l'éventail des indices publics restreints très bien cotés et les rendre ainsi plus représentatifs.

Privé, mais avec étiquetage du prix

Il faut des modifications afin de rendre les placements du marché privé investissables qu'à l'époque où tout le monde avait les yeux rivés sur le Dow Jones Industrial Average. Et l'on peut aussi inverser le raisonnement: les placements sur le marché privé pour-raient étendre l'éventail des indices publics restreints très bien cotés et les rendre ainsi plus représentatifs.

Le private equity et le private debt sont extrêmement rentables pour ceux qui les proposent. Par conséquent, la tentation est grande d'attirer aussi sur ce marché des investisseurs qui s'en tenaient à l'écart. Une première étape dans ce sens consiste à fusionner les placements cotés et privés au sein des indices de référence

Par Jürg Lutz*

Les indices sont faussés, insuffisamment diversifiés et de plus en plus mis au défi par un marché privé en pleine croissance. A noter aussi, c'est important, que les investisseurs en actions cotées demeurent exclus d'une bonne partie de la croissance qui se manifeste désormais sur les marchés privés. Une indication de Morningstar suffit à en esquisser la dimension: rien que sur le marché privé américain, on recense actuelle-ment 795 entreprises avec une valori-sation de plus d'un milliard de dollars.

L'orientation est claire: sur les grands benchmarks d'investisse-ments, on va vers la fusion des mar-chés publics et privés. Tout le monde doit pouvoir acheter de tout. Ou même devoir, au bout du compte.

On pourrait objecter que, ces temps, les investisseurs particuliers fuient précisément les structures semi-liquides du marché privé, notamment des produits tels que Blue Owl, Blackstone et KKR. Mais cela ne devrait être qu'un intermède. Les prestataires en tireront des leçons et chercheront des solutions plus élégantes pour atténuer l'appar-ente incongruence entre liquidité et illiquidité.

Le dernier grand réservoir de croissance

Deux données chiffrées livrent des indications. La première: 14 mil-liards de dollars. C'est la taille de la partie du marché américain de la prévoyance qui, à en croire Bloom-berg, n'a jusqu'ici guère été exploi-tée par le private equity et le private debt. On parle ici du domaine des *defined contributions*, ces verse-ments de prévoyance que les sala-riés américains effectuent volonta-irement. En revanche, les *defined benefits* sont l'apanage de l'em-ployeur qui prend, lui, les décisions d'investissement.

Ce véhicule porte un nom particulier: 401(k). Pour les banquiers, c'est un mar-ché prometteur. Désormais les presta-taires établis du marché privé s'y bous-culent. Il s'agit souvent de traditionnels gestionnaires de fortune qui pâtissent de la pression des marges. Ou alors de banques qui ont depuis longtemps développé leurs propres instruments d'investissement analogues au marché privé. Tout le monde cherche de nou-velles sources de revenus. Il ne faut pas se faire d'illusions: ce qui arrive aux Etats-Unis débarque en général en Europe avec un temps de retard.

La deuxième donnée chiffrée est: 19 000. C'est le nombre de fonds de private equity qui existent rien qu'aux Etats-Unis. Le pays compte donc plus de fonds de private equity que de filiales de McDonald's, qui en dénombre à peu près 14 000!

Ces chiffres racontent la même chose: le marché privé est devenu trop grand pour constituer un mar-ché de niche à côté des marchés de capitaux publics. La ligne de partage entre marchés de capitaux publics et privés commence à s'estomper.

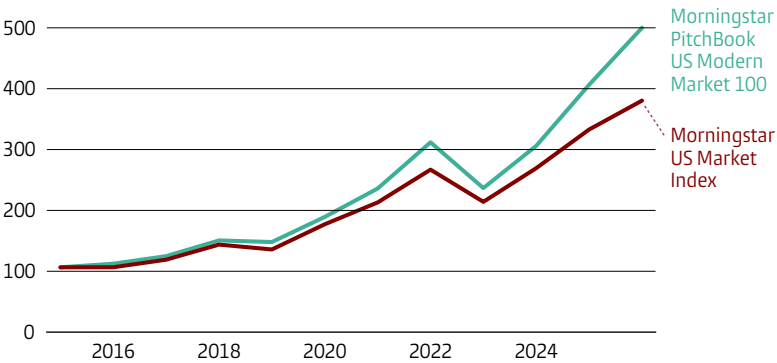
Selon Standard & Poor's, en juin 2025, 62% des caisses de pension de par le monde dépassaient l'allocation qu'elles avaient prévue dans le private equity. C'est remarquable. Les assu-rances, caisses de pension, family offices et fonds souverains, autrement dit les investisseurs qui avaient jusqu'alors soutenu l'essor des mar-chés privés, sont abondamment investis. Pire: nombre d'entre eux sont désillusionnés.

Les anciens acheteurs sont rassasiés

La performance des marchés d'ac-tions publics a été trop forte ces der-niers temps. Le private equity a connu une performance au-dessous de la moyenne tandis que les rende-ments versés aux investisseurs sont restés en deçà des attentes. Les taux élevés accentuent encore le pro-blème. A quoi s'ajoute que les diffé-rences au sein même des classes d'ac-tifs sont devenues énormes: quelques rares fonds ont atteint des résultats spectaculaires, mais tant d'autres ont nettement déçu.

UNE SURPERFORMANCE À DÉCRYPTER

Evolution de l'indice Modern Market 100 qui inclut des placements publics et privés par rapport à l'indice Morningstar US Market qui inclut des actions américaines



Période: du 31 décembre 2014 au 31 août 2025.
Graphique: Le Temps | Source: Morningstar

d'augmenter. Troisièmement, il faut plus de transparence. Aujourd'hui déjà, on réfléchit à un reporting régulier pour toutes les entreprises dépassant un certain chiffre d'affaires. Et donc aussi pour la majorité des cibles éventuelles du marché privé.

En outre, les contrats de *direct lending*, de prêt direct, sont encore trop peu standardisés. C'est ici que se situe l'avantage des *leveraged loans*, ces prêts à effet de levier qui, eux aussi, sont souvent imputés à tort au marché privé. Il s'agit en réalité d'un produit standardisé, liquide, de prêt commercial titrisé, en général assorti du rating d'une agence. Ces produits pourraient eux aussi se retrouver dans le melting-pot à venir. Même des instruments dérivés sur des investissements du marché privé sont déjà en phase d'élaboration.

Toutes les formes d'investissement existantes sur les marchés privés ne sont pas compatibles avec l'approche décrite ici, qui consiste à transformer le capital-investissement et la dette privée en actifs passifs. Mais le secteur fait preuve d'une grande capacité d'adaptation. Il n'y a pas lieu de s'inquiéter à ce sujet. Il suffit de laisser les incitations faire leur effet: rien que l'année dernière, 41 fonds dits «evergreen» dédiés à la dette privée ont été lancés – précisément pour les raisons évoquées.

Invités tardifs, prix élevés

Nombre d'entreprises connaissent aujourd'hui leur plus forte croissance sur le marché privé et ne se retrouvent en bourse que tardivement, péniblement et au prix fort. Quand on jette un coup d'œil sur les entrées en bourse mastodontes de cette année, le tableau est peu sédui-

sant. Un grand nombre de ces nouveaux arrivants semblent non seulement gonflés mais en même temps épuisés, d'autant que des profits minimaux donnent lieu à des valorisations stratosphériques.

«Décacorne» ou «hectocorne», de nouvelles créatures de valorisation supérieure à 10 milliards de dollars apparaissent

En l'occurrence, cela fait longtemps que nous ne parlons plus uniquement de licornes, autrement dit d'entreprises privées valorisées à au moins 1 milliard de dollars. Cette nouvelle faune est baptisée «décacorne» quand elle est valorisée à au moins 10 milliards de dollars ou «hectocorne» si elle dépasse les 100 milliards. Et comment nommera-t-on celles qui dépassent les 1000 milliards, soit le billion de dollars? Des kilocornes?

Il y a un réel danger que le marché privé se mue en dépôt de déchets radioactifs. Les investisseurs qui détiennent des ETF sur actions publiques pourraient, cette année, être surpris par de nouvelles recrues valorisées de manière tout à fait phénoménale. Des entreprises dont la valeur après l'entrée en bourse s'affaisse comme un soufflé trop longtemps oublié au four. Quand a-t-on vu

la diversification déjà parfaitement misérable d'un indice encore détériorée par des arrivées supplémentaires? C'est le monde à l'envers.

Lorsqu'on regarde les valorisations qui ont été supputées au gré des rounds de financement peu avant une éventuelle entrée en bourse – SpaceX, par exemple – il y a de quoi se faire du souci pour les acquéreurs finaux sur le marché public. Les spécialistes de la vente à découvert ont sûrement affûté leurs couteaux avant de telles entrées en bourse.

Qui empêche au bout du compte?

Les investisseurs en ETF sont fidèles, stables et acceptent toutes sortes de titres même douteux dans l'indice. Et ils sont économes. Pour les prestataires, c'est surtout ce dernier point qui pose problème. Jusqu'ici, la législation aux Etats-Unis était ainsi faite que les primes et taxes élevées dans la catégorie 401 (k) étaient difficiles à appliquer. L'antidote qui tombe sous le sens, c'est le lobbying. Les taxes et frais ont ainsi pu augmenter.

Question intéressante pour les années à venir: qui en profitera? Les actuels titans des marchés privés? Les grands gestionnaires de fortune avec leurs réseaux de distribution? Les banques avec leurs produits souples et lisses? Ou les prestataires d'ETF qui ont pignon sur rue?

Bien des prestataires auront, pense-t-on, une ultime nouvelle opportunité. Mais pas besoin d'être grand clerc pour imaginer que la majorité d'entre eux pourrait être broyée si les niches sont fusionnées. Il existe aujourd'hui déjà une concentration malsaine, toxique même, parmi les

banques, les gérants de fortune et les acteurs du marché privé. Mais aussi, côté demande, parmi les fonds souverains, les caisses de pension et les assureurs. Cette concentration pourrait encore augmenter d'un coup. C'est à ce phénomène que se consacre le dernier point de ce sujet.

La normalisation commence

L'investisseur en ETF ne comprend pas ces termes alambiqués comme l'IRR, *internal rate of return* en anglais ou «taux de rentabilité interne». Il lui est pratiquement impossible de comprendre, à l'aide d'une calculatrice financière, les chiffres de performance – disons «calculés de manière créative» – présentés par les gestionnaires de capital-investissement.

Certes, l'investisseur en ETF comprend des absurdités telles que des frais de performance de 20%. Mais il ne les accepte guère. Il n'est pas conditionné pour cela comme l'investisseur institutionnel qui se laisse ponctionner tous les trois mois.

Et qu'en est-il des «cabinets de curiosités» propres à la dette privée nommés PIK, LME et autres édifices servant à réduire artificiellement les défaillances? PIK signifie *payment in kind* et désigne des débiteurs en difficulté qui ne paient pas leurs coupons en liquide mais – disons les choses poliment – se les font facturer au forfait LME qui signifie *liability management exercise*, une série de transfusions à l'usage de débiteurs à demi-morts. Il est en tout cas peu probable que la branche renonce de son propre gré à de telles astuces. Ceux qui voudraient maîtriser cette nomenclature trouveront ici un aperçu des notions les plus usitées.

On n'a pas encore la réponse à ces questions, mais il est assez improbable que la branche veuille renoncer volontairement à de semblables astuces. Mieux vaut ne pas sous-estimer la persévérance des prestataires. Car personne n'y gagnera si le château de cartes s'effondre avant que le dernier investisseur privé ne soit servi.

Qu'est-ce que cela signifie? Il faut que les prestataires du marché privé deviennent «plus normaux». Sans quoi il n'y aura pas de croissance des plans de pension américains 401 (k), l'ultime réservoir de croissance. Pronostic: il y aura toujours moins de prestataires mais ils seront toujours plus importants. Plein d'autres vont s'étioler et mourir. La disparition des primes, redevances et autres frais va se poursuivre. En même temps, on verra toujours moins d'acteurs dans le secteur. La concentration s'accroît et, avec elle, le problème «Too big to fail» ainsi que les risques.

Il est intéressant de se demander à qui bénéficiera cette évolution côté prestataires. Mais la question essentielle reste: qu'arrivera-t-il alors aux investisseurs? ■



the market NZZ

Cet article a été publié sur themarket.ch. Cette plateforme financière s'adresse aux investisseurs. Elle est une entreprise du groupe NZZ.

CHRONIQUE PARTENAIRE



Marchés privés: la patience comme stratégie

Désormais ouverts aux particuliers, les marchés privés entrent dans une nouvelle ère alliant sélectivité et long terme



PETER ARNOLD, HEAD OF LBP AM - EUROPEAN PRIVATE MARKETS



IRÈNE D'ORGEVAL, HEAD OF CAPITAL SOLUTIONS, LBP AM EUROPEAN PRIVATE MARKETS

Au-delà des places boursières se trouve un autre univers vaste et captivant, celui des marchés non cotés rassemblant des milliers de petites et moyennes entreprises, des firmes familiales et des projets d'infrastructure sans équivalent. Investir dans les marchés privés, c'est s'engager directement avec l'économie réelle, à travers un continuum de profils de risque: du capital-risque au capital-développement, jusqu'aux opérations de rachat (LBO) sur des entreprises matures.

Diversification, performance et résilience

L'argument en faveur des actifs privés repose d'abord sur la diversification. Les actifs privés permettent d'élargir un portefeuille au-delà de ce que les marchés cotés peuvent offrir. Au sein même des marchés privés, la diversité géographique – l'Europe, avec la France, le Royaume-Uni et l'Allemagne, forme le plus grand gisement –, sectorielle et par taille d'entreprise ajoutent une plus grande granularité. La dette infrastructure finance par exemple

les routes, les réseaux d'énergie et les projets de transition dont les économies ont besoin pour croître et que les seuls budgets publics ne peuvent pas financer. La dette privée permet, quant à elle, de financer des entreprises à la recherche de solutions de financement flexibles, notamment pour soutenir leur croissance ou couvrir leurs besoins en fonds de roulement. L'immobilier, la plus ancienne des classes d'actifs privés, complète le tableau avec des actifs tangibles générateurs de flux de trésorerie.

La performance à long terme est historiquement le second argument. Au cours de la dernière décennie, le private equity européen a généré un taux de rentabilité interne moyen d'environ 14%, bien supérieur à celui des marchés cotés. Une partie de cette performance est venue de la baisse des taux d'intérêt, qui a dopé les transactions à effet de levier. Ce contexte porteur s'est toutefois estompé et les rendements moyens devaient, au cours de la prochaine décennie, s'inscrire en baisse d'environ 2%. Néanmoins, le rendement ajusté du risque devrait rester supérieur à celui des marchés cotés, soutenu par la prime d'illiquidité que le capital patient gagne au fil du temps.

La résilience est le troisième pilier, peut-être le plus sous-estimé. Les actifs privés sont détenus sur de longs horizons, ils sont ainsi isolés de la volatilité à court terme des marchés cotés. En cas de choc géopolitique ou d'une surprise en matière de taux d'intérêt, les portefeuilles privés, ancrés dans la performance sous-jacente de leurs participations, réagissent beaucoup plus lentement. C'est cet effet d'atténuation qui fait des actifs privés un contrepoids utile, selon nous, dans une allocation diversifiée.

L'environnement actuel renforce cette logique. Après quinze ans de baisse des taux et de liquidités abondantes, un nouveau cycle

s'ouvre. L'inflation, les prix de l'énergie, les tarifs douaniers et les pressions sur la chaîne d'approvisionnement créent un contexte plus exigeant. En Europe plus particulièrement, les six dernières années ont été jalonnées de chocs successifs. Ce test de résistance révèle la résilience remarquable des entreprises européennes de taille moyenne. Elles ont absorbé les hausses de coûts, répercuté l'inflation sur les clients, reconstruit leurs réserves de trésorerie et adapté leurs chaînes d'approvisionnement.

La création de valeur a aujourd'hui évolué. Les stratégies d'ingénierie financière qui ont alimenté une grande partie de l'industrie des grandes capitalisations lors du cycle précédent sont derrière nous. La prochaine décennie devrait récompenser l'excellence opérationnelle – travail concret avec les équipes de direction, consolidation du secteur, internationalisation, achat et vente disciplinés. Cela récompensera également la sélectivité. Au sein de la dette privée, du private equity et de l'immobilier, une dispersion marquée se dessine entre les gestionnaires à même de s'adapter à un cycle plus complexe et ceux qui ont surfé sur la vague de l'argent bon marché. La sélection des gérants est ainsi devenue aussi importante que la sélection des classes d'actifs.

S'ouvrir aux investisseurs particuliers

Pendant la majeure partie de leur histoire, les marchés privés ont été l'apanage des investisseurs institutionnels. Ils s'ouvrent désormais aux clients particuliers, soutenus par l'évolution du paysage réglementaire européen.

En Europe, la refonte du régime Eltif, connu sous le nom d'Eltif 2.0, en vigueur depuis 2024, marque un véritable tournant. La première version datant de 2015 était très rigide à la fois du côté de l'actif et du passif.

Le cadre révisé, façonné par une vaste consultation avec l'industrie, a éliminé la majorité des frictions. Les critères d'éligibilité et les ratios d'investissement ont été élargis, le seuil minimum d'investissement a été supprimé, les plafonds d'allocation levés et les structures de fonds de fonds sont désormais autorisées.

Le résultat est une véritable ouverture à un large public. Les structures semi-liquides *evergreen* permettent désormais aux particuliers de s'exposer au capital-investissement, à la dette privée et aux infrastructures sans le verrouillage traditionnel de dix ans des fonds institutionnels fermés.

Cette démocratisation s'accompagne de responsabilités. Les investisseurs achètent une position à long terme, avec des mécanismes intégrés – gestion des rachats, politiques de valorisation, réserves de liquidité – conçus pour protéger les porteurs de parts. Le cadre européen est particulièrement bien structuré: les dispositifs de plafonnement des rachats sont systématiques, assurant ainsi des sorties ordonnées à des conditions équitables. Les règles sont donc connues à l'avance, et le régime est construit pour agir dans l'intérêt de l'ensemble des investisseurs. Les récents épisodes observés sur le marché américain des Business Development Companies (BDC) illustrent l'importance d'explicitier clairement ces mécanismes.

L'implication pour l'industrie est évidente. Les distributeurs et les gérants sont confrontés à un effort de pédagogie pour expliquer notamment la nature de ces fonds qui nécessite patience et vision de long terme pour capturer la prime d'illiquidité. L'élargissement de la base de clients pousse également le secteur vers une plus grande transparence et des pratiques de valorisation plus rigoureuses, ces améliorations bénéficient ainsi également aux investisseurs institutionnels.

Les marchés privés constituent un point d'ancrage à long terme dans un portefeuille, conçus pour capturer la croissance tout au long du cycle commercial, offrir une diversification plus large et atténuer la volatilité des événements mondiaux. Si la prochaine décennie offrira probablement des rendements globaux légèrement inférieurs à la précédente, la thèse ajustée du risque reste intacte et, avec Eltif 2.0, plus accessible que jamais. Le cycle favorise une sélection rigoureuse, le cadre réglementaire a créé les bons véhicules. Ce qu'il nécessite en retour, c'est du temps, de la patience et la volonté de penser au-delà du prochain trimestre. Les marchés privés européens devraient, selon nos analyses, continuer à croître d'environ 10% par an au cours de la prochaine décennie. ■

Peter Arnold et Irène d'Orgeval

Disclaimers: Ces données et opinions, ainsi que les secteurs mentionnés, sont fournies uniquement à titre d'information et, de ce fait, ne constituent ni une offre d'achat ou de vente d'un titre ni un conseil en investissement ni une analyse financière. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

CONTENU PARTENAIRE

Contenu produit et commercialisé pour un partenaire. Réalisé indépendamment de la rédaction du «Temps». Voir notre charte des partenariats.





Ernesto Grijalva Ortega plaide pour un équilibre stratégique entre Europe et Etats-Unis dans les actifs privés. (ADOBE STOCK)

Actifs privés: investir d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique

CONTRIBUTION PARTENAIRE Après avoir tout misé sur les Etats-Unis, les investisseurs en «private equity» s'intéressent de plus en plus à l'Europe. Pour nous, ce rééquilibrage doit être stratégique, pas tactique
Par Ernesto Grijalva Ortega

Contribution partenaire
d'Ernesto Grijalva Ortega, Head of Strategy chez Pictet Alternative Advisors et titulaire du Chartered Financial Analyst (CFA)

En novembre 2024, quand le spécialiste des données Prequin a demandé aux investisseurs quels étaient les marchés développés qui leur semblaient les plus prometteurs, ils ont été 93% à choisir les Etats-Unis – et seulement 33%, soit un tiers des personnes interrogées, à évoquer l'Europe occidentale. Douze mois plus tard, les choses avaient bien changé: presque la moitié donnaient leur préférence à l'Europe et 69% au continent américain, étant précisé que ces deux marchés constituent à eux seuls 90% du marché mondial.

Une évolution qui s'explique par l'incertitude géopolitique qui entoure les Etats-Unis depuis un an et pousse les investisseurs à élargir leurs horizons internationaux. Pourtant, selon nous, s'intéresser aux deux régions relève moins de la dichotomie gagnant/perdant que de l'équilibre géographique de portefeuilles capables de résister aux turbulences macroéconomiques.

Notre raisonnement tient à trois aspects quantifiables et interconnectés: les rendements à long terme du *private equity* étant globalement les mêmes en Europe et en Amérique du Nord, les associer au sein d'un portefeuille de *private equity* permet d'obtenir plus qu'en investissant seulement dans une des deux régions, et cela s'explique par des structures de marché radicalement différentes.

Commençons par les rendements. A cinq, dix, vingt et trente ans (au 30 sep-

tembre 2025, dernières données en date), les fonds de *buyout* américains et européens offrent des rendements annualisés similaires, oscillant entre 13 et 15%, en dollars, en euros ou sans couverture du risque de change. Un constat qui vaut quel que soit le contexte macroéconomique. Les deux marchés surperforment un indice actions internationales d'environ 100 à 500 points par an, en fonction de la période choisie, une prime qui s'est (fortement ou totalement) réduite sous l'effet de l'envolée récente des actions cotées, mais qui perdure à plus long terme.

La question n'est donc pas de savoir qui surclasse l'autre: les deux régions génèrent des performances comparables dans la durée.

Il est beaucoup plus intéressant, en revanche, de se demander ce qui se produit quand on les associe dans un portefeuille de *private equity*. Les périodes de tensions sont particulièrement révélatrices des atouts de la diversification. Les fonds de *buyout* déployant des capitaux sur plusieurs années, les millésimes les plus exposés sont ceux qui précèdent les crises. Sur cette base, c'est l'alternance qui prévaut. Les millésimes 1996-1998, investis au pic de la bulle internet, se sont révélés favorables aux fonds de *buyout* européens, moins exposés au secteur technologique et plus défensifs dans leur composition. La crise financière mondiale (millésimes 2005-2007) et la crise de la dette souveraine européenne (millésimes 2009-2011) ont inversé la tendance. La réaction politique américaine ayant été à la fois plus rapide et plus forte, les Etats-Unis ont devancé une Europe malmenée. La pandémie et ses répercussions simultanées à l'échelle internationale ont produit les mêmes effets dans les deux régions.

Ce qu'il faut en retenir, c'est qu'aucune région ne l'emporte à coup sûr, chacune réagissant différemment aux chocs auxquels elle est soumise. Pour les investisseurs en euros, les fonds de *buyout* américains permettent d'amortir les difficultés propres au Vieux-Continent. Et pour leurs homologues en dollars, les fonds de *buyout* européens sont source de stabilité quand les nuages s'amoncellent au-dessus des Etats-Unis.

«Les périodes de tensions sont particulièrement révélatrices des atouts de la diversification»

Ces différences structurelles valent aussi pour les marchés cotés. Le marché actions européen est davantage tourné vers les valeurs financières et les secteurs matures, tandis que le *private equity* européen préfère la technologie et les pans de l'économie sous-représentés en bourse. Aux investisseurs très exposés aux actions cotées, les fonds de *buyout* offrent une sensibilité plus faible aux marchés boursiers, pour des rendements comparables à long terme, ce qui n'est pas uniquement dû au fait qu'ils ne sont pas soumis aux évaluations quotidiennes des titres cotés.

Ces faibles corrélations sont source de résilience. Sur trente ans, un fonds alliant Etats-Unis et Europe à 50/50 n'a jamais produit de rendement annualisé négatif sur cinq ans glissants, quelle que soit la devise, alors que la pire performance des

actions internationales sur cinq ans atteint -5% en dollars et -8% en euros. Le reporting du *private equity* lissant les valorisations intermédiaires, cette comparaison n'est pas tout à fait exacte, mais la tendance générale se vérifie. Elément important: l'atténuation du risque de baisse ne se fait pas au détriment du potentiel de hausse, les meilleures performances quinquennales du fonds 50/50 restant comparables à celles d'un fonds de *buyout* uniquement américain ou uniquement européen, avec des devises jouant un rôle majeur aux extrêmes.

Pourquoi ces deux marchés fonctionnent-ils différemment? Parce qu'on investit dans des entreprises et des écosystèmes diamétralement opposés. Ces dix dernières années, les fonds de *buyout* américains ont privilégié la santé et la technologie (37% de la valeur des opérations, contre 28% en Europe). De leur côté, les fonds de *buyout* européens se sont plutôt exposés aux produits et services destinés aux consommateurs et aux entreprises (B2C et B2B). Associer ces deux approches permet d'élargir l'horizon économique tout en réduisant la concentration sectorielle.

En outre, chaque marché a ses propres forces. Aux Etats-Unis, les volumes d'opérations sont plus importants, les marchés des capitaux sont plus vastes, le cadre réglementaire et législatif est le même partout et l'écosystème est mature – une machine efficace, où la concurrence est rude, mais à la hauteur de la création de valeur et des infrastructures de sortie. En Europe, les choses sont différentes: moins de concurrence, des cibles plus modestes ou familiales, moins de spécialistes de la consolidation et un écosystème institutionnel plus axé sur l'*early stage*, qui récompense les premiers à se positionner. Souvent accusée

d'être un fardeau, la fragmentation réglementaire et linguistique fait aussi office de barrière à l'entrée qui protège les réseaux locaux bien établis.

Nous en tirons deux conclusions pour les portefeuilles. D'une part, les faits plaident pour une exposition aux deux régions, qui ne doivent pas être considérées comme interchangeables. Rendements comparables à long terme, sensibilité limitée aux marchés cotés, équilibre en cas de tensions d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique: ensemble, elles sont plus fortes que séparément. D'autre part, les fonds de *buyout* européens méritent de faire partie du cœur des portefeuilles, et pas seulement de leur périphérie, que l'on investisse en euros ou en dollars. Moins corrélés aux marchés boursiers, différents sur le plan de la composition sectorielle, plus confidentiels que leurs homologues américains, dont ils sont pourtant proches en termes de rendements à long terme, ils sont tout à fait pertinents.

Un avertissement s'impose néanmoins. Le différentiel de performance entre les meilleurs fonds de *private equity* et les moins bons est six fois plus important que celui des actions internationales. La diversification ne porte ses fruits que lorsque l'on fait appel aux meilleurs gérants des deux régions. ■

Pictet investit dans le *private equity* depuis 1989 et gère aujourd'hui 31 milliards de dollars d'actifs privés. Avant de rejoindre Pictet, Ernesto Grijalva Ortega était associé chez Boston Consulting Group, où il était core member de l'activité Financial-Institution, ainsi que membre de la division Corporate Finance and Strategy.