

# Swiss Finance Institute Roundups

## Marchés privés – le nouvel horizon de la finance ?

### Éditorial



Longtemps considérés comme des investissements de niche, les marchés privés sont devenus au cours des dernières années une classe d'actifs importante. Cette évolution a transformé l'univers des opportunités d'investissement et ouvert de nouvelles possibilités de levée de fonds pour les entreprises privées. Dans ce SFI Roundup, nous réunissons des universitaires et des praticiens pour discuter de ces tendances clés. En quoi les marchés privés se distinguent-ils des marchés boursiers en termes de liquidité, de transparence ainsi que du rapport rendement sur risque qu'ils proposent aux investisseurs ? Les marchés boursiers sont-ils voués à un inexorable déclin, ou tout simplement entravés par les réglementations actuellement en vigueur ? Quels facteurs les entreprises doivent-elles prendre en compte lorsqu'elles lèvent des fonds ? Et comment la crise du Covid-19 affectera-t-elle les marchés privés ?

Nous vous souhaitons une agréable lecture.



**Prof. François Degeorge**  
Managing Director

# Biographies

**Markus Benzler**

Markus Benzler est responsable de la division Multi-Manager Private Equity chez UBS Asset Management. Auparavant, Markus Benzler a travaillé comme consultant senior chez Bain & Company. Il est titulaire d'un MBA de la Murray State University et d'un Diplom-Kaufmann de l'Université de Ratisbonne.

**Prof. François Degeorge**

François Degeorge est Managing Director du SFI, titulaire d'une Senior Chair du SFI et professeur de finance à l'Università della Svizzera italiana (USI). François Degeorge est un ancien doyen de la faculté d'économie de l'USI et un ancien président de l'European Finance Association. Il a enseigné à HEC Paris, où il a également été doyen associé en charge de la recherche. Il a été professeur invité à la Tuck School of Business, à l'Université Paris-Dauphine et à la Saïd Business School. Il est titulaire d'un doctorat en économie politique de l'Université de Harvard.

**Prof. Rüdiger Fahlenbrach**

Rüdiger Fahlenbrach est titulaire d'une Senior Chair du SFI et professeur de finance à l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne. Auparavant, Rüdiger Fahlenbrach a enseigné à l'Ohio State University. Ses recherches ont été publiées dans les plus grandes revues financières internationales et ont fait l'objet d'articles dans la presse internationale. Il est actuellement directeur de l'European Finance Association pour un mandat de trois ans. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université de Pennsylvanie.

**Prof. Laurent Frésard**

Laurent Frésard est titulaire d'une Senior Chair du SFI et professeur de finance à l'Università della Svizzera italiana. Auparavant, Laurent Frésard a été membre du corps professoral d'HEC Paris et de l'Université du Maryland. Ses articles ont été publiés dans des revues universitaires de premier plan et il a reçu un certain nombre de bourses et de prix. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université de Neuchâtel.

**William Nicoll**

William Nicoll est directeur des investissements au sein de la division Private and Alternative Assets chez M&G. Auparavant, William Nicoll était responsable du crédit européen chez Henderson Global Investors et a également travaillé chez Cazenove & Co dans la recherche sur les obligations d'entreprises et la gestion de fonds. Il est titulaire d'une maîtrise en sciences naturelles de l'université de Cambridge et a obtenu le titre de CFA (analyste financier agréé).

Parution en juin 2020, sur la base de données recueillies en mai 2020.  
Les différentes bases de données peuvent fournir des données légèrement différentes, ce qui peut amener à de conclusions légèrement différentes.

# Faits, chiffres et tendances sur les marchés privés

## Il existe différentes manières de définir les marchés privés. Laquelle retient votre préférence ?

► **R. Fahlenbrach:** Les investissements dans les marchés privés sont des investissements qui ne sont pas négociés sur une bourse. Ils comprennent les investissements dans le capital-investissement (private equity), l'immobilier, la dette privée, les infrastructures et les ressources naturelles, ainsi que les fonds d'investissements qui eux-mêmes investissent dans les marchés privés. Une définition des marchés privés peut parfois également inclure des actifs plus exotiques tels que les fonds de redevances, l'art, les voitures et le vin.

► **F. Degeorge:** Une façon de définir les marchés privés est de les opposer aux marchés boursiers. La principale caractéristique des marchés boursiers est que le prix des actifs est connu de tous les acteurs. Ce n'est pas le cas des marchés privés. En ce sens, les marchés privés constituent la règle et les marchés boursiers l'exception. La disponibilité partielle de l'information concernant les prix sur les marchés privés est à l'origine de nombre de leurs caractéristiques, comme la réglementation et la liquidité.

## Comment définissez-vous le capital-investissement (private equity) ?

► **M. Benzler:** Le marché du capital-investissement est vaste et diversifié. La grande majorité des capitaux sur les marchés privés finissent par être bloqués dans des produits de pur capital-investissement, tandis que le reste est constitué de dettes ou de produits mixtes, tels que les crédits mezzanine ou les prêts en détresse.

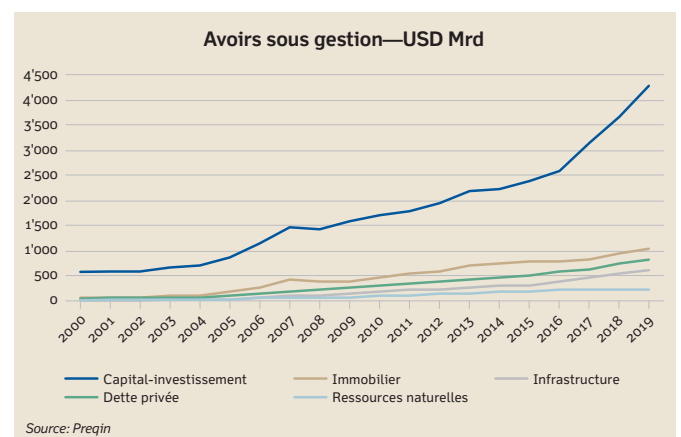
## Et enfin, comment définiriez-vous la dette privée ?

► **R. Fahlenbrach:** Le marché de la dette privée devrait inclure non seulement le vaste marché des prêts directs des institutions non financières aux sociétés non cotées, mais également ce même type de prêts consentis aux sociétés cotées.

► **W. Nicoll:** Le marché de la dette privée est en effet très vaste. Il est intéressant de noter que le marché obligataire était déjà très populaire à la fin du XIXe siècle, pour financer de grands projets d'infrastructure tels que les chemins de fer. Au cours de la dernière décennie, les marchés de la dette privée ont regagné une popularité considérable en Europe.

## Les marchés privés ont énormément changé au fil des ans. Qui sont aujourd'hui les principaux acteurs et où se déroule l'essentiel de l'activité ?

► **L. Frésard:** Le marché du capital-investissement s'est beaucoup développé depuis la dernière crise financière, mais il connaissait déjà une croissance régulière avant 2007. Les acteurs de ce marché sont essentiellement des entreprises, en particulier des start-ups, à la recherche de capitaux pour poursuivre leur croissance. Dans le passé, ces entreprises obtenaient un prêt d'une banque et, si elles ne pouvaient pas obtenir un financement bancaire, elles sollicitaient des fonds auprès des membres de leur famille, de leurs proches, ou d'investisseurs providentiels. Dans un tel contexte, les opportunités étaient limitées. Pour poursuivre son développement, une entreprise devait généralement procéder à une entrée en bourse (IPO). Ces dernières années, la situation a changé, car les investisseurs perçoivent typiquement le capital investi dans les sociétés cotées comme trop risqué, compte tenu des faibles rendements qu'il génère. Aujourd'hui, les sociétés de capital-investissement sont en mesure de lever aisément des montants importants de capitaux et d'accorder un soutien étendu aux entreprises privées. Il est désormais possible pour une entreprise de rester privée pour aussi longtemps qu'elle le souhaite.



## Les investisseurs institutionnels, tels que les fonds souverains, les fonds de pension et les assureurs, sont devenus de plus en plus actifs sur les marchés privés. Comment cet important afflux d'argent frais a-t-il influencé le marché ?

► **R. Fahlenbrach:** Depuis quelques années, tout le monde est à la recherche de rendements et les investisseurs se sont tournés vers les marchés privés dans l'espoir d'obtenir des rendements plus

élevés. Cependant, cette quête de rendements plus élevés s'accompagne d'un risque plus important. On a parfois tendance à oublier l'une des relations les plus fondamentales de la finance, à savoir l'arbitrage entre le risque et le rendement. Un récent rapport de McKinsey montre que 2018 et 2019 ont été des années records en termes de levée de fonds, en particulier en Amérique du Nord et en Europe. Je m'inquiète cependant des conséquences de la forte accumulation, au cours des dernières années, de ce que l'on appelle la « poudre sèche » (dry powder), c'est-à-dire les capitaux levés par les fonds de capital-investissement mais pas encore investis. De surcroît, la discipline d'investissement n'a peut-être pas été suffisamment rigoureuse.

► **M. Benzler:** De nombreux investisseurs sont relativement nouveaux et apprennent encore comment se comporter sur les marchés privés. Les marchés privés affichent certes des rendements plus élevés, mais ils exigent également davantage de connaissances et d'infrastructures que les marchés boursiers. De nombreux acteurs ne souhaitent pas constituer une équipe mondiale pour gérer de tels investissements, ou s'associer à des professionnels chevronnés. À cet égard, je dois dire que les fonds de pension suisses ont été remarquablement avisés, car ils confient généralement leurs décisions d'investissement privé à des spécialistes et se concentrent uniquement sur le suivi de l'évolution et des performances globales.

### On dit que les marchés sont devenus plus profonds et plus dynamiques. Où pouvons-nous observer ces changements ?

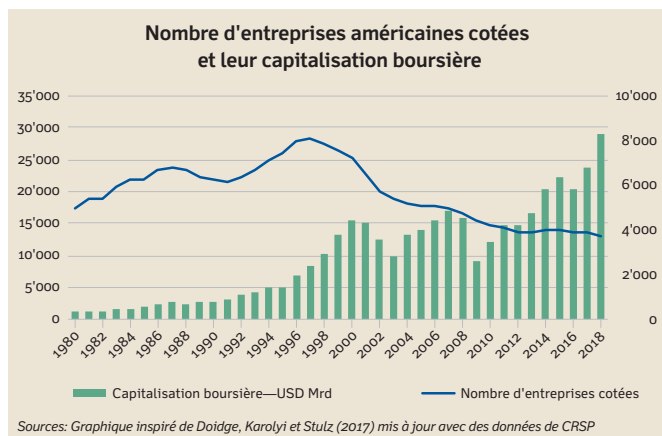
► **L. Frésard:** Comme les entreprises peuvent maintenant obtenir des fonds pour rester privées plus longtemps, elles ont tendance à le faire. Cela signifie que le nombre d'entreprises cotées en bourse a diminué car, au fil du temps, certaines ont quitté le marché par le biais de fusions et d'acquisitions ou de faillites. Par exemple, il y a 20 ans, il y avait près de 8'000 entreprises cotées en bourse, tandis qu'aujourd'hui, elles sont moins de 4'000. Les sociétés de placement telles que BlackRock incluent de plus en plus d'investissements privés dans leurs portefeuilles afin de maintenir un profil attractif de rendement par rapport au risque et afin que leurs portefeuilles soient aussi représentatifs que possible de l'économie sous-jacente. Les acteurs financiers internationaux tels que Goldman Sachs se concentrent progressivement sur les marchés privés et le financement des PME. Les banques suisses, y compris les grandes banques, se distinguent ici car elles fournissent depuis toujours des services à l'industrie locale et pourraient davantage tirer profit de l'expertise dont elles disposent déjà.

► **M. Benzler:** L'univers des investissements privés a explosé au cours des 20 dernières années. Auparavant, les investissements étaient limités aux marchés américains du capital-risque et des rachats d'entreprises, ainsi qu'aux marchés européens des rachats d'entreprises. Aujourd'hui, l'éventail des entreprises et des stratégies dans lesquelles vous pouvez investir est de plus en plus large et comprend, par exemple, les petits rachats, les rachats moyens, les grands rachats, les méga-rachats, le capital d'amorçage et de démarrage ou encore le capital de développement, dans le monde entier. Dans ce vaste ensemble d'options, vous pouvez envisager au moins trois niveaux régionaux, deux niveaux de phase d'investissement et de multiples niveaux sectoriels. Le processus de sélection des investissements est donc devenu très complexe. Il est devenu indispensable de rencontrer personnellement les responsables du fonds dans lequel vous investissez. Les investissements dans le marché secondaire, par exemple, étaient un produit de niche il y a une quinzaine d'années, mais sont aujourd'hui devenus largement courants. Cette tendance vers un approfondissement et vers un dynamisme accru des marchés se poursuivra à l'avenir. Bref, les investisseurs privés doivent disposer de compétences plus élevées afin d'être en mesure d'obtenir des rendements.

### Quels sont les principaux moteurs de ces tendances ?

► **L. Frésard:** L'un des principaux moteurs est la réglementation. Une entrée en bourse représente un processus coûteux et implique le respect de nombreuses normes, ce qui décourage probablement certaines entreprises. D'autres facteurs interviennent également. Par exemple, il y a une abondance d'argent privé sur le marché en raison de la faiblesse actuelle des taux d'intérêt et des dérèglementations introduites au milieu des années 1990. Un autre facteur repose sur le degré de progrès technologique des entreprises. Les études montrent que les entreprises deviennent de moins en moins perturbatrices au fil du temps, ce qui signifie qu'il n'est plus aussi essentiel, que par le passé, d'atteindre une certaine taille. Si une entreprise souhaite croître, elle peut simplement acquérir un concurrent, au lieu de se développer de manière organique. On peut par ailleurs citer un aspect culturel. Il y a 20 ans, une entrée en bourse était une étape quasi obligatoire. Ce n'est plus le cas aujourd'hui. La mode aujourd'hui est d'être une licorne, c'est-à-dire une start-up privée valorisée à plus d'un milliard de dollars, capable de réaliser plusieurs tours de financement extrêmement élevés. Enfin, le fait d'être privé vous permet de rester à la tête de votre entreprise et de ne pas avoir à écouter ou à collaborer avec des investisseurs extérieurs. Il se peut que la génération actuelle privilégie le contrôle à l'argent.

# Les principales différences entre les marchés privés et les marchés boursiers



## Comment les investisseurs et les entreprises considèrent-ils les deux marchés ?

► **L. Frésard:** Du point de vue d'un investisseur, la principale différence réside clairement dans le degré de liquidité de ces deux marchés. Du point de vue d'une entreprise, la différence réside probablement dans les réglementations supplémentaires liées au fait d'être cotée en bourse, comme une surveillance continue et l'obligation de coopérer avec des investisseurs militants. Au final, le compromis se résume à un arbitrage entre liquidité et contrôle. Une autre différence qui mérite d'être mentionnée se situe au niveau des mécanismes du marché. Sur les marchés boursiers, des points de vue différents peuvent être exprimés par le biais de signaux de prix. Un tel signal n'est pas possible sur les marchés privés. En tant qu'investisseur sur les marchés privés, vous ne pouvez pas vendre un titre à découvert, même si vous pensez qu'il est surévalué.

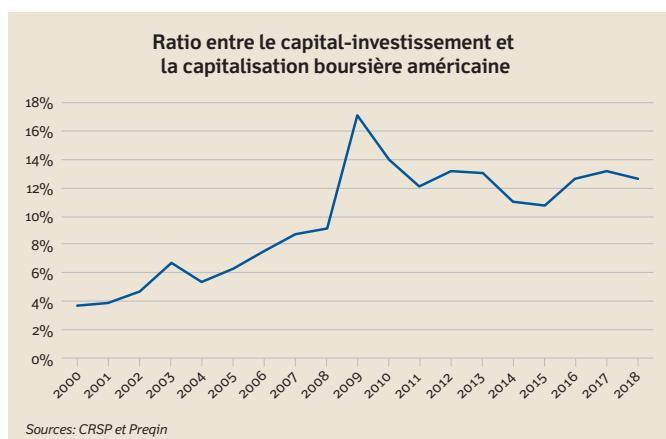
► **M. Benzler:** Une fausse idée fréquemment répandue concernant les marchés privés est leur manque de transparence présumé. La transparence est en fait plus grande sur les marchés privés, car les entreprises privées peuvent répondre aux demandes de leurs investisseurs plus librement que les entreprises cotées et hautement réglementées. En outre, les frictions du marché font des marchés privés un territoire d'investissement privilégié pour les investisseurs professionnels, qui peuvent tourner ces imperfections à leur avantage.

► **R. Fahlenbrach:** Historiquement, les investissements en actions sur les marchés privés passaient par un spécialiste, tel qu'un fonds de capital-investissement, vu que les marchés privés sont effectivement très peu liquides. Ces derniers sont de plus caractérisés par des durées d'investissement plus longues, ainsi que des frais élevés de gestion et de portage. Au cours des dernières années, l'écart entre les marchés privés et boursiers s'est quelque peu réduit, car les plus grands investisseurs sont devenus de plus en plus sophistiqués. Bon nombre d'entre eux s'appuient désormais sur leur expertise interne pour éliminer les intermédiaires et effectuer leurs investissements directement, ce qui réduit les frais. En outre, la liquidité de certains segments de l'univers des marchés privés, en particulier les rachats d'entreprises, s'est quelque peu améliorée grâce au développement du marché secondaire.

► **W. Nicoll:** Les deux marchés sont radicalement différents, tant du point de vue des investisseurs que des entreprises. Sur les marchés privés, les investisseurs doivent s'informer davantage et se comporter avec plus de confiance. Quant aux entreprises, elles peuvent se concentrer davantage sur la création de valeur, au lieu d'être confrontées aux obligations légales et de conformité qui découlent du fait qu'elles soient cotées en bourse.

► **F. Degeorge:** La réglementation tend à être beaucoup plus stricte pour les marchés boursiers que pour les marchés privés. En particulier, les régulateurs découragent généralement l'accès des petits investisseurs aux marchés privés, dans le but de réduire les pertes potentielles liées à leur manque d'expérience. En limitant l'accès à cette catégorie d'actifs, de plus en plus importante et diversifiée, la réglementation pousse les petits investisseurs vers les actions cotées, une catégorie d'actifs en déclin. Pour de nombreux petits investisseurs, le seul moment où ils s'exposent aux actifs privés est lorsqu'ils accèdent à la propriété. La protection des investisseurs se fait donc au prix d'une mauvaise diversification.

# Le choix entre privé et coté du point de vue d'une entreprise



## De moins en moins d'entreprises entrent en bourse. Comment expliquer cette tendance ?

► **R. Fahlenbrach:** Aujourd'hui, les entreprises peuvent obtenir beaucoup plus de capitaux sur les marchés privés que par le passé. Ces dernières années, nous avons assisté à des tours de financement privé de plusieurs milliards de dollars, ce qui était inenvisageable il y a encore 20 ans. Il est donc moins nécessaire pour une entreprise d'entrer rapidement en bourse. En outre, le fait de rester privé peut représenter un avantage pour certaines entreprises : elles peuvent rester à l'abri des regards, avoir moins d'interactions avec les régulateurs et moins d'obligations de divulgation et limiter leurs échanges à des investisseurs avertis.

## Pourquoi certaines entreprises décident-elles encore d'entrer en bourse ?

► **F. Degeorge:** L'un des principaux avantages d'une entrée en bourse pour une entreprise est l'établissement d'un prix de marché pour ses actions. Le fait de disposer d'un prix objectif aide une entreprise à s'engager dans des opérations de fusion et d'acquisition, que ce soit en tant qu'acheteur ou en tant que vendeur. Cela aide également l'entreprise à mettre en place des mécanismes de rémunération incitative pour ses employés. Certaines entreprises apprécient également la visibilité associée à une cotation en bourse. Des études montrent que le fait d'être coté en bourse réduit le coût des prêts bancaires, peut-être en conférant à l'entreprise une meilleure position de négociation vis-à-vis de ses banques.

► **M. Benzler:** À mon sens, les entreprises ont tendance à entrer en bourse lorsqu'elles estiment que les investisseurs ont compris leur modèle d'affaire et qu'elles ont ainsi la possibilité de verrouiller une prime financière.

► **R. Fahlenbrach:** Un point de vue extrême pourrait être qu'aujourd'hui, les entreprises entrent en bourse afin d'offrir une possibilité de sortie à leurs investisseurs privés de la première heure. Autrefois, les entreprises entraient en bourse pour rechercher des capitaux supplémentaires ; aujourd'hui, elles les font lorsqu'elles veulent reverser des capitaux à leurs actionnaires. On peut citer l'exemple de Spotify, qui a opté pour une cotation directe. Plutôt que d'émettre de nouvelles actions, la société a laissé ses actionnaires existants vendre leurs actions eux-mêmes directement sur les marchés boursiers.

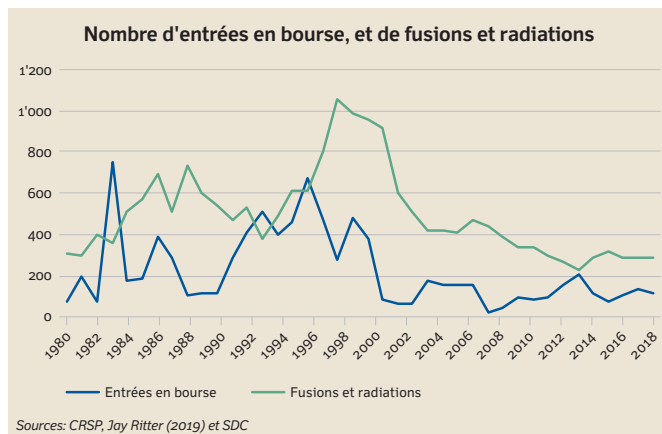
## 2019 a été une année difficile pour les entrées en bourse ainsi que les tentatives d'entrées en bourse. Qu'avons-nous appris et que vont désormais demander les investisseurs ?

► **L. Frésard:** Je ne dispose pas des données pour étayer mon intuition, mais je suis tenté de dire que de nombreuses entreprises ont été survalorisées. Dans le passé, les grands acteurs tels que les fonds de pension et les investisseurs institutionnels prenaient des positions lorsqu'une entreprise entrait en bourse. Cette pratique a changé, car la plupart des bénéfices sont désormais générés et partagés avant que l'entreprise ne soit introduite en bourse. Les législateurs américains se penchent actuellement sur cette question, car les petits investisseurs perdent de plus en plus d'opportunités dans ce segment en amont du marché. Cette situation confirme ce qui a été dit précédemment concernant le fait que le marché devient plus profond et plus complexe.



### Que pouvons-nous attendre de 2020 en termes d'entrées en bourse ?

► **F. Degeorge:** Même en temps normal, le mécanisme de détermination des prix pour les entreprises nouvellement cotées n'est pas facile. Actuellement, la forte volatilité du marché rend quasi impossible l'entrée en bourse d'une entreprise. De nombreuses sociétés reportent d'ailleurs des entrées en bourse prévues de longue date.



### Curieusement, de nombreuses entreprises qui entrent en bourse ne sont pas rentables. Pourquoi en est-il ainsi ?

► **L. Frésard:** Non seulement elles ne sont pas rentables au moment de leur entrée en bourse, mais je suis persuadé que la plupart d'entre elles ne le seront jamais. Mon intuition est que les sociétés de capital-risque ressentent le besoin de prouver à leurs investisseurs qu'elles ont pris une bonne décision d'investissement. Elles le font en poussant l'entreprise à se lancer dans un nouveau tour de financement avec des prix encore plus élevés.

► **F. Degeorge:** Investir dans une entreprise déficitaire peut être judicieux si vous pensez que l'entreprise générera des liquidités à terme. Même si seulement une petite fraction des entrées en bourse finit par réussir, les entrées en bourse peuvent constituer de bons investissements si celles qui réussissent font un véritable carton. En fait, le rendement des investissements dans les IPO est très inégal, avec de nombreuses pertes et un petit nombre d'énormes succès. On peut considérer les investissements dans les IPO comme des billets de loterie, avec des chances de gains légèrement plus élevées que celles des vraies loteries.

### Pourquoi et quand est-il utile d'obtenir un financement auprès d'un fonds de placement privé ?

► **M. Benzler:** Les fonds de capital-investissement ne se contentent pas de fournir uniquement des financements. Ils apportent également une expertise pointue et une valeur ajoutée pour aider l'entreprise à se développer ou, dans certains cas, à se restructurer.

► **L. Frésard:** D'un point de vue historique, les entreprises avaient l'habitude de se tourner vers les fonds de capital-investissement lorsqu'elles ne pouvaient pas obtenir de financement par emprunt auprès des banques, généralement parce qu'elles avaient trop peu de collatéral. Cette situation est cependant en train de changer. Les banques ont récemment commencé à prêter de l'argent en échange de brevets, et les brevets sont de plus en plus souvent regroupés dans des portefeuilles. Reste à savoir s'il s'agit là d'une sage décision, mais cela montre que les banques s'impliquent de plus en plus dans le financement des entreprises privées.

### La concurrence bancaire et la surveillance réglementaire accrue poussent-elles les entreprises à obtenir des financements privés ?

► **M. Benzler:** Le contrôle réglementaire encourage clairement l'activité des marchés privés. D'un point de vue historique, il est intéressant de noter que les fonds de capital-risque et de capital-développement ont gagné en importance après l'augmentation des mesures réglementaires qui a suivi l'implosion de la bulle Internet.

► **F. Degeorge:** Aux États-Unis, un changement de réglementation en 1996 a facilité la création de grands fonds de capital-investissement, augmentant ainsi l'offre de capitaux privés. Ce changement réglementaire coïncide avec le pic du nombre d'entreprises américaines cotées en bourse. Des études suggèrent que la déréglementation des marchés privés a poussé les entreprises à retarder leur accès aux marchés boursiers.

### Les entreprises en difficulté sont-elles mieux à même de renégocier leur dette dans un environnement privé ou coté ?

► **W. Nicoll:** Le fait que le nombre d'acteurs du marché de la dette privée soit considérablement inférieur à celui du marché de la dette cotée signifie que leurs préoccupations et leurs intérêts sont mieux alignés. Cet alignement d'intérêts permet au final de renégocier la dette de manière plus efficace sur les marchés privés que sur les marchés boursiers.



### On constate une augmentation des prêts et des financements B2B, B2C, C2B et C2C. Quels changements technologiques récents ont facilité l'obtention de financements pour les entreprises privées et cotées ? Cela change-t-il la donne et quel est le risque encouru ?

► **L. Frésard:** Il n'y a pas vraiment eu de changement majeur pour les entreprises cotées, à l'exception peut-être d'une vitesse d'exécution plus élevée lorsqu'elles opèrent sur les bourses. Pour les entreprises privées, les solutions de crowdfunding, tant pour les actions que pour les dettes, existent clairement et contribuent à la mise en commun des ressources. Une mise en garde d'impose ici : en ce qui concerne les initial coin offerings (méthode de levée de fonds fonctionnant via l'émission d'actifs numériques échangeables contre des cryptomonnaies durant la phase de démarrage d'un projet), il semble que les acteurs poursuivent un objectif spéculatif plutôt qu'un objectif financier axé sur le long terme.

► **W. Nicoll:** Le financement privé est devenu de plus en plus à la mode, en raison des améliorations technologiques de ces dernières années. L'avantage est qu'un système plus décentralisé est plus robuste et offre de plus grandes possibilités de diversification des portefeuilles. L'inconvénient est que vous devez recueillir plus d'informations si vous voulez réaliser une bonne affaire, ce que beaucoup de petits investisseurs et de petits investisseurs institutionnels sont réticents à faire ou incapables à réaliser.

### Sur les marchés privés, il semble plus facile pour les entreprises financièrement faibles d'obtenir des crédits. Est-ce un mythe ?

► **W. Nicoll:** Les marchés privés sont en effet bien adaptés aux entreprises faibles, mais susceptibles d'être rentables, ce qui n'est pas le cas des marchés cotés. La raison d'être de ces marchés est que les prêteurs spécialisés déterminent si l'entreprise est viable ou non à long terme. Si, à leur avis, elle l'est, le soutien financier sera alors fourni avec une liste de clauses sur mesure (covenants) définissant les termes de l'accord.

► **R. Fahlenbrach:** Le marché de la dette privée se compose de deux parties distinctes. Tout d'abord, il y a la partie plus risquée, dans laquelle les fonds de dette privée lèvent des capitaux et les investissent dans des entreprises à haut risque tout en recherchant des rendements élevés. Ces fonds de dette privée sont organisés un peu comme les fonds de capital-investissement et ils sont gérés par des experts en capital-investissement qui sont disposés à prêter à des entreprises qui seraient considérées comme trop risquées par de nombreux créanciers. Ensuite, il y a la partie plus sûre du marché de la dette privée, dans laquelle les investissements sont effectués dans des entreprises qui disposent de garanties et qui se portent bien. Dans ce secteur, les fournisseurs de crédit fonctionnent généralement comme des banques, avec des processus de notation interne. La question est ici de savoir si ces acteurs non financiers ont correctement fixé les tarifs. Nous aurons la réponse à cette question au cours des prochains mois, maintenant que nous entrons malheureusement en récession.

### De nombreuses entreprises renommées prévoient d'entrer en bourse à l'avenir, tandis que d'autres envisagent de redevenir privées. Comment expliquer ces trajectoires contradictoires ?

► **L. Frésard:** Lorsqu'une entreprise cherche à modifier sa stratégie, il est plus facile de le faire dans le secteur privé que dans le secteur coté. Dell en est un bon exemple, étant passé du secteur privé au secteur coté en 1988, afin d'obtenir un soutien financier pour ses ambitions de croissance, avant de revenir au secteur privé en 2013, pour se donner les moyens de devenir une entreprise de taille plus modeste et plus efficace.

► **F. Degeorge:** Il est beaucoup plus facile de transformer une entreprise dans un cadre privé, où la direction n'a pas à justifier chacun de ses mouvements auprès d'une multitude d'investisseurs.



# Le choix entre privé et coté du point de vue d'un investisseur

**Le nombre d'entreprises cotées en bourse a diminué au cours des 20 dernières années. Qu'est-ce que cela implique pour les investisseurs, tant en termes de rendement que de risque de portefeuille ?**

► **M. Benzler:** La baisse du nombre d'entreprises cotées en bourse met en évidence l'impact négatif qu'une réglementation excessive a eue sur les marchés boursiers au cours des 20 dernières années, ainsi que le fait que les investisseurs sont de plus en plus enclins à ne soutenir que les grandes entreprises stables. En outre, les secteurs et les modèles d'affaires sont devenus de plus en plus complexes. Beaucoup d'entre eux ne sont pas bien compris par les marchés boursiers.

**Un récent rapport publiée par AQR montre que Cambridge Private Equity a affiché un rendement de 9,9 % et une volatilité de 9,3 % entre 1986 et 2017, tandis que l'indice S&P 500 enregistrait sur la même période un rendement de 7,5 % et une volatilité de 15,8 %. Comment expliquer cet écart important ?**

► **L. Frésard:** Nous devons faire attention à ne pas tirer de conclusions trop hâtives. Dans ce cas précis, l'écart entre ce qui est privé et ce qui peut être réellement investi sur les marchés privés peut être considérable. Des études universitaires montrent généralement que les investissements en capital-risque n'affichent pas, en moyenne, de meilleurs résultats que les investissements dans les marchés boursiers. À mon avis, il est de manière générale très difficile d'afficher de meilleures performances que le marché boursier. Il existe bien sûr de bons investissements privés, mais ces

investissements sont généralement rares et limités à un groupe d'investisseurs très restreint.

**Le dernier rapport de BlackRock suggère que les entreprises privées américaines se négocient six à sept fois moins cher que leurs homologues cotés, tandis que des recherches récentes d'AQR suggèrent que les rendements nets des capitaux propres privés et cotés sont quasiment identiques. Comment concilier ces résultats ?**

► **R. Fahlenbrach:** La recherche, en particulier celle qui émane des entreprises financières, doit être scrutée d'un œil critique. Les rendements et la volatilité ne représentent qu'une partie des éléments que les investisseurs des marchés privés doivent prendre en compte. Un autre facteur est l'illiquidité. Le fait d'avoir un rendement sur papier, que vous ne pouvez pas convertir en espèces lorsque vous en avez besoin, présente des avantages limités.

► **M. Benzler:** Comme nous le savons, les moyennes ne disent pas tout. Pour investir sur les marchés privés, votre objectif doit se situer dans le premier quartile de la distribution des rendements, car ce n'est qu'alors que vos rendements financiers compenseront le coût de l'illiquidité. Ces rendements sont généralement supérieurs à ceux des marchés boursiers.

Sources:  
 AQR. (2020). Demystifying Illiquid Assets: Expected Returns for Private Equity. *The Journal of Alternative Investments*.  
 BlackRock. (2020). Private Markets 2020—Applying an Outcome Lens to Today's Landscape [White paper].



### Le secteur financier privé a été très critiqué quant à la manière dont ses frais sont calculés. Les investisseurs sont-ils bien conscients de ce dans quoi ils s'engagent ?

► **M. Benzler:** Lorsque vous investissez dans un fonds de placement privé, le fonds recueille généralement environ 20 % des bénéfices ; lorsque vous investissez dans un fonds de fonds, la proportion est encore plus importante, car le fonds et le fonds de fonds réclament chacun leurs bénéfices et leurs frais de gestion. En dépit de ces frais, les investisseurs bénéficient toujours d'un traitement équitable dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêt. Une alternative consiste à faire le travail soi-même et à investir directement pour minimiser les strates intermédiaires. Toutefois, cela nécessite de vastes compétences en matière d'investissement, de grandes quantités de capital financier et la volonté de faire face aux contraintes de diversification et de liquidité. En fin de compte, cela signifie aussi prendre beaucoup plus de risques.

► **F. Degeorge:** Dans le passé, les gestionnaires de certains fonds de pension publics américains ont été mis dans l'embarras lorsqu'ils ne semblaient pas savoir combien ils avaient payé en honoraires aux sociétés de capital-investissement. Aujourd'hui, les investisseurs sont de plus en plus conscients du fonctionnement des investissements privés, ainsi que de leur coût.

### Les taux d'intérêt négatifs semblant perdurer, quel niveau de risque les investisseurs sont-ils prêts à prendre pour obtenir des rendements ? Et l'acceptation d'un tel risque est-elle raisonnable ?

► **L. Frésard:** Plus longtemps on reste en territoire négatif, plus il est probable que des bulles se forment et se développent sur les marchés tant cotés que privés. Les banques centrales sont conscientes de ce problème, mais il est fort probable qu'elles n'aient pas d'alternative immédiate.

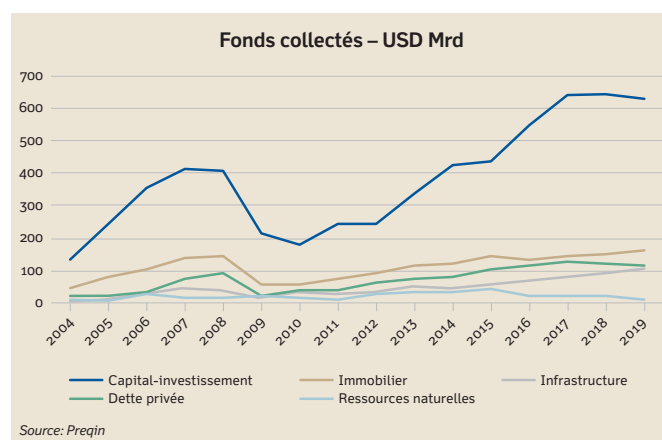
### Dans quelle mesure des bulles de prix peuvent-elles se former sur les marchés privés ?

► **W. Nicoll:** Les bulles ont tendance à se former autour de modes, quel que soit le type de marché que vous analysez. Les marchés privés, en général, ont tendance à avoir une réactivité des prix plus faible, en raison de leur illiquidité et de leur plus faible transparence. Dans le cas de la dette privée, les investisseurs ont tendance à conserver leurs positions jusqu'à l'échéance, ce qui contribue à limiter les fluctuations de prix à la hausse comme à la baisse.

► **M. Benzler:** Certains affirment que l'absence de ventes à découvert et de produits dérivés implique que les marchés privés sont plus sujets aux bulles que les marchés boursiers. Je ne pense pas que ce soit vrai, mais je dois dire que j'aimerais toutefois voir certaines possibilités de couverture dans les marchés privés. Comme les choses évoluent naturellement plus lentement sur les marchés privés, en raison des coûts de transaction et de la disponibilité des informations, les mouvements du marché ont tendance à être moins excentriques. En outre, l'existence de marchés secondaires et leur popularité croissante au fil du temps montrent que l'exubérance du marché a ses limites.

► **R. Fahlenbrach:** J'aurais tendance à penser que des bulles peuvent facilement se former sur les marchés privés, car la grande opacité et l'absence de ventes à découvert signifient que la détermination des prix est plus limitée. Par exemple, ces dernières années, les investisseurs institutionnels qui avaient investi dans des entreprises encore en phase de start-up ont été obligés de réduire considérablement la valeur de leurs placements.

► **F. Degeorge:** De nombreuses start-ups en mains privées reportent leur entrées en bourse. Il est possible qu'elles se rendent compte que leurs évaluations privées sont excessives et qu'elles hésitent donc à les soumettre au marché boursier.



### Est-ce que les rendements d'échelle ont un impact sur les investissements privés ?

► **R. Fahlenbrach:** La recherche a en effet mis en évidence des baisses significatives des rendements des méga-fonds de capital-investissement. Les médias financiers ont tendance à trop

se concentrer sur les affaires juteuses, mais le nombre de bijoux cachés sur les marchés privés est bien inférieur à ce que les gens pensent.

### Si, en tant qu'investisseur, je souhaitais m'exposer au capital-investissement, comment devrais-je investir ?

► **M. Benzler:** Si vous êtes un petit investisseur souhaitant s'exposer au capital-investissement, je vous recommande de choisir l'option d'investir dans un fonds de fonds, car cela présente des avantages en termes d'échelle et de diversification. Si vous êtes un investisseur institutionnel, je vous suggère soit d'externaliser les décisions d'investissement privé, soit de vous lancer dans une telle activité à 100 %.

► **R. Fahlenbrach:** Si, en tant qu'investisseur, vous croyez fermement aux marchés privés et décidez d'investir dans le capital-investissement, vous devez vous engager à traverser des années de résultats très hétérogènes. En effet, les données montrent que ce n'est qu'avec un recul de plusieurs années que vous pouvez vraiment déterminer quelles ont été les bonnes et les mauvaises années.

### Quelles caractéristiques essentielles un investisseur devrait-il avoir pour investir sur les marchés privés ?

► **R. Fahlenbrach:** Les investisseurs sur les marchés privés doivent avoir des perspectives d'investissement à long terme, des actifs financiers considérables à investir, une forte capacité à supporter les risques et l'accès à des possibilités d'investissement intéressantes par le biais des meilleurs fonds.

► **W. Nicoll:** Il est extrêmement difficile de prédire l'avenir, mais le renforcement de la réglementation ne manquera pas de faire des marchés privés une solution d'investissement intéressante pour les années à venir. Je recommande d'explorer des territoires inconnus et d'être prêt à faire le travail nécessaire pour dénicher une bonne opportunité.

### Les petits investisseurs du monde entier peuvent-ils tirer profit d'un investissement sur les marchés privés, ou doivent-ils s'en tenir aux ETF ?

► **L. Frésard:** Dans l'environnement réglementaire actuel, il est très difficile pour les petits investisseurs d'obtenir une exposition adéquate aux marchés privés. Bien qu'il soit possible d'investir dans des sociétés de capital-investissement, ces sociétés présentent généralement des caractéristiques similaires à celles des

grandes banques. L'existence de fonds de type ETF, qui investiraient dans des entreprises privées, pourrait constituer un complément intéressant au marché, mais la question de la liquidité devrait encore être abordée, car les investissements privés sont par définition axés sur le long terme et marqués par une forte illiquidité.

► **W. Nicoll:** Les marchés boursiers sont complexes et nécessitent généralement l'avis d'experts. Cette complexité, et donc le besoin de conseils avisés, est encore plus avérée pour les marchés privés. Il est plus facile pour un petit investisseur d'opérer sur le marché de la dette privée que celui du capital-investissement, pour autant qu'il soit en mesure de garder son investissement jusqu'à l'échéance.

► **R. Fahlenbrach:** Les entreprises cotées en bourse ont considérablement changé au cours des 20 dernières années. Ces entreprises sont plus anciennes, plus grandes et moins intéressantes pour les investisseurs, ce qui signifie qu'il est devenu de plus en plus difficile pour un petit investisseur de bénéficier de placement apportant de la croissance. Le problème des marchés privés est l'asymétrie de l'information qui y règne. Il faut vraiment être un expert pour identifier les entreprises légitimes. Seuls les grands investisseurs disposant d'un personnel hautement qualifié peuvent surmonter cette asymétrie d'information.

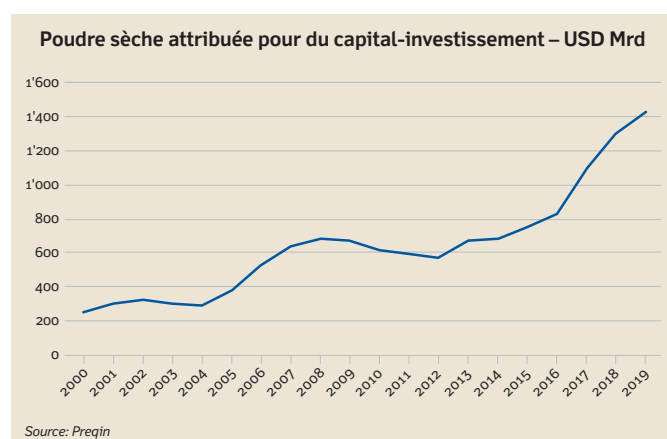
► **F. Degeorge:** Aux États-Unis, la SEC tente à la fois d'augmenter le nombre d'entreprises qui entrent en bourse et d'améliorer l'accès aux marchés privés pour les petits investisseurs. Il est pour le moment trop tôt pour dire si ces initiatives seront couronnées de succès.



**Il est évident que les données sur les marchés cotés diffèrent considérablement de celles sur les marchés privés. Comment les investisseurs peuvent-ils contourner ce décalage ? Est-ce un problème ou un avantage ?**

► **R. Fahlenbrach:** Les données sur les marchés privés existent, mais elles sont en grande partie non standardisées et exclusives, ce qui signifie que l'évaluation des risques est plus compliquée. Une transparence moindre pourrait cependant être un avantage. Comme il est plus difficile de dénicher de bonnes affaires et d'obtenir des informations, il y a moins de concurrence et donc les rendements peuvent être plus élevés.

► **W. Nicoll:** Un aspect intéressant des marchés privés est que l'information peut être plus librement et plus rapidement disponible pour les investisseurs que sur les marchés boursiers, car il peut y avoir une relation beaucoup plus étroite entre l'investisseur et l'entreprise financée. Cet effet de proximité intervient, par exemple, lorsque l'investisseur dispose d'un représentant au sein du conseil d'administration de l'entreprise ou en est le seul investisseur. Un autre aspect essentiel est que, en raison des exigences réglementaires, tous les investisseurs des marchés boursiers se voient offrir la même quantité limitée d'informations. Cette normalisation et limitation de l'information au sein des marchés boursiers poussent les investisseurs à se fier à des vérifications et à des notations de tiers, tandis que la diversité et la richesse de l'information au sein des marchés privés exigent une curiosité et une discipline de recherche de la part des investisseurs.



**Comme précédemment mentionné, il existe actuellement sur le marché une grande quantité de poudre sèche, c'est-à-dire les capitaux levés par les fonds de capital-investissement mais pas encore investis. Comment les institutions financières gèrent-elles cette situation, notamment en ce qui concerne la pression exercée par les investisseurs ?**

► **M. Benzler:** Il y a en effet eu une accumulation de poudre sèche au fil des ans, pour plusieurs raisons. Premièrement, étant donné que les marchés privés sont très fragmentés, une capacité d'investissement excessive s'est accumulée dans certaines parties du marché. Deuxièmement, beaucoup de capitaux ont été versés dans quelques fonds, qui sont ainsi devenus des méga-fonds.

Ces méga-fonds risquent de rencontrer des problèmes, en raison de leur taille et de leurs objectifs d'investissement, à cause du manque général de possibilités d'investissement. Je pense personnellement qu'au cours des dix dernières années, le flux global de transactions a été largement satisfaisant, mais que dans la conjoncture économique actuelle, la poudre sèche va devenir un vrai sujet de préoccupation.

► **W. Nicoll:** Si vous recherchez des rendements stables et liquides lorsque vous investissez sur les marchés privés, la discipline en matière d'horizon temporel est essentielle. Les marchés ne restent pas stables indéfiniment, il faut donc savoir gérer son rythme d'investissement. Il est important de noter que les opportunités d'investissements se présentent aussi bien sur les marchés haussiers que baissiers. Cependant vous devez être patient et rester aligné sur vos objectifs initiaux pour réussir. Il est important d'être honnête avec les acteurs du marché qui souhaitent investir dans les marchés privés et de leur rappeler qu'il arrive, parfois, qu'il n'y ait aucune bonne transaction à réaliser.

► **R. Fahlenbrach:** J'ai l'impression que beaucoup d'investisseurs oublient que les marchés sont cycliques, qu'il y a une surabondance de capitaux et que les rendements sont relativement faibles. Les fonds de capital-investissement doivent faire preuve de discipline et s'en tenir à leurs stratégies d'investissement, ce qui est difficile à faire lorsque les marchés sont en plein essor. Certains investisseurs poussent les fonds de capital-investissement à déployer davantage de capitaux, même si les fonds ne voient pas d'excellentes opportunités, car ils disposent d'un montant fixe alloué aux stratégies de marché privé.



# L'impact de la pandémie du Covid-19 sur les marchés financiers

**Nous sommes au milieu de 2020 et les perspectives économiques et financières pour cette année sont désormais bien sombres. Faut-il s'attendre à ce que les marchés privés soient touchés de la même manière que les marchés boursiers ?**

► **M. Benzler:** Les marchés privés suivent généralement l'évolution des marchés boursiers, avec un décalage de trois à six mois. Une partie de l'impact est due aux mécanismes d'évaluation, qui sont basés sur les évaluations d'entreprises cotées comparables, tandis qu'une autre partie est liée à l'effet que la crise du Covid-19 aura sur les revenus et les bénéfices spécifiques à chaque entreprise.

► **L. Frésard:** J'estime que les perspectives pour 2020 sont encore floues, car elles dépendent vraiment de la structure des plans de sauvetage que les gouvernements du monde entier sont en train de mettre place et de la manière dont les investisseurs privés utiliseront leur important stock de poudre sèche. Dans l'ensemble, je ne suis pas sûr qu'il y aura une grande différence dans la manière dont les marchés privés et boursiers seront affectés.

► **R. Fahlenbrach:** Je crois que l'heure de vérité va sonner pour les marchés privés, en particulier pour le marché de la dette privée. Après une décennie de croissance dans une économie saine,

nous voyons maintenant une profonde récession se profiler à l'horizon. Les prêteurs non financiers sur les marchés de la dette privée vont véritablement pouvoir tester leurs modèles d'évaluation de risques. La vraie question sera de déterminer s'ils les ont correctement évalués.

► **F. Degeorge:** Les marchés privés sont clairement affectés par ce qui se passe dans l'économie réelle. Le capital-investissement a souvent joué un rôle de pourvoyeur de liquidités lors des précédentes périodes de turbulences financières et économiques. De précieuses opportunités se présentent pour les investisseurs ayant les poches bien garnies.

**Quand et comment pensez-vous que les effets de la pandémie ne se feront plus sentir ?**

► **M. Benzler:** Nous travaillons actuellement sur trois scénarii de reprise: un scénario en V, avec une reprise rapide et marquée; un scénario en U, avec une reprise plus lente mais encore relativement rapide d'ici la fin 2020; et enfin un scénario en L avec une reprise lente. Ma meilleure estimation, à l'heure actuelle, est que nous nous dirigeons vers une reprise en forme de U, mais je fonde mon opinion sur des données encore très préliminaires.



### À mesure que les liquidités se tarissent, pensez-vous que nous allons assister à des ventes d'urgence sur les marchés privés ?

► **F. Degeorge:** Les marchés privés ont tendance à être illiquides. Par conséquent, ils ne constituent pas un bon environnement pour ce type de ventes en catastrophe. À l'avenir, les investisseurs pourraient considérer cette illiquidité comme un élément attractif. Investir sur les marchés privés peut être une façon de pratiquer l'autocontrôle. Il élimine le risque futur de céder à la panique et de prendre des décisions irrationnelles au milieu du chaos des marchés. Un peu comme Ulysse qui avait éliminé le risque de céder à la tentation des sirènes en s'attachant au mât de son navire...

► **W. Nicoll:** Il est rare d'assister à des ventes forcées, à moins qu'un effet de levier important ne soit appliqué à une classe d'actifs. Cette concentration de l'effet de levier est généralement rare pour les actifs privés.

► **M. Benzler:** Je n'ai pas encore eu vent de ventes en catastrophe, mais je suis sûr qu'elles se produiront dans une certaine mesure, en fonction de la nature de la reprise.

### Comment sera utilisé tout l'excédent de poudre sèche accumulé au cours de la dernière décennie ? Cet excédent contribuera-t-il à stabiliser les baisses de prix ?

► **M. Benzler:** Le stock actuel de poudre sèche sur les marchés privés est très élevé. Il sera probablement largement utilisé au cours des prochains trimestres pour aider les investissements en difficulté et pour racheter des concurrents en difficulté.

► **L. Frésard:** D'après mes observations, sur la base des chiffres récents de 2020, il semble que la poudre sèche n'a pas encore été utilisée. Cependant, je ne sais pas si les fonds d'investissement privés peuvent utiliser une grande partie de leurs liquidités pour soutenir les entreprises de leur portefeuille, car cela pourrait mener à une dilution de l'actionnariat.

### Y a-t-il eu une augmentation des demandes de financement privé depuis la chute de la bourse fin février 2020 ?

► **W. Nicoll:** Les marchés privés ont tendance à ralentir lorsque la volatilité est élevée sur les marchés boursiers.

► **M. Benzler:** En fait, c'est tout le contraire qui s'est produit, puisque les appels de capitaux et les activités d'investissement se sont considérablement ralentis. Toutefois, une telle hausse pourrait se produire ultérieurement. Le besoin de financement privé augmente généralement après une crise.

► **F. Degeorge:** Certains rapports d'avril 2020 montrent une augmentation de l'activité des PIPE (private investment in public equity, soit des investissements par des fonds de capital-investissement dans les actions des sociétés cotées) aux États-Unis. Cela laisse penser que certaines sociétés cotées en bourse vendent leurs actions à des fonds de capital-investissement avec des remises importantes. Les chiffres montrent que la dernière année record pour l'activité des PIPE remonte à 2008, au beau milieu de la dernière crise financière.





## Swiss Finance Institute

Swiss Finance Institute (SFI) est le centre national de recherche fondamentale, de formation doctorale, d'échange de connaissances et de formation continue dans le secteur bancaire et financier. La mission de SFI est de renforcer le capital de connaissances pour la place financière suisse. Créé en 2006 dans le cadre d'un partenariat public-privé, SFI est une initiative commune du secteur financier suisse, de six universités suisses de pointe, et de la Confédération helvétique.

### Editeurs

Dr. Silvia Helbling  
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche  
Director Knowledge Exchange and Education

### Contact

Dr. Cyril Pasche  
+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

