

## Capital-investissement

# L'avènement d'un vrai marché secondaire

*Le développement d'un marché secondaire témoigne de l'importance et de la solidité du marché mondial du capital-investissement, et contribuera à en faire une classe d'actifs à part entière, de mieux en mieux acceptée par les investisseurs institutionnels.*

**L'**UN DES MOMENTS CLÉS DANS le développement d'un marché – signe de sa taille croissante et de sa maturité – est le développement d'un marché secondaire, à l'image de ce qui s'est produit, par exemple, pour les prêts hypothécaires, les prêts commerciaux, et pour différents types d'assurances et de sociétés cotées.

Un marché secondaire du capital-investissement s'est également développé au cours des dernières années. Quelles en sont les raisons et les implications pour le capital-investissement en général, et pour les institutions qui investissent sur ce marché ?

### ÉMERGENCE DES FONDS SECONDAIRES

Considérons tout d'abord le secteur du capital-investissement dans son ensemble. Depuis 1990, les fonds de capital-investissement ont collecté plus de 1 000 milliards d'euros dans le monde pour des opérations de *buyouts*, de capital-risque et de financements mezzanine. L'essentiel de ce montant a été levé à partir de 1997.

En dépit du net ralentissement

des levées de fonds depuis la période euphorique de la bulle internet – les 60 milliards d'euros collectés au niveau mondial en 2003 ne représentent qu'un quart du volume record de 2000 – la tendance à long terme devrait être à la hausse. En effet, il apparaît de plus en plus clairement que les marchés boursiers et obligataires ne pourront pas générer à eux seuls les rendements recherchés par les investisseurs institutionnels. Les classes d'actifs alternatifs, comme les *hedge funds*, la dette à haut rendement et celle des pays émergents, et le capital-investissement, seront ainsi de plus en plus utilisés pour compenser une éventuelle insuffisance des rendements.

### UNE APPROCHE PLUS DYNAMIQUE

De leur côté, les conseillers en investissement recommandent à leurs clients institutionnels de raccourcir leur horizon d'investissement pour être en mesure de saisir ces opportunités. Selon certains, l'approche traditionnelle de l'allocation d'actifs, qui privilégie l'analyse actif-passif sur un cycle de trois

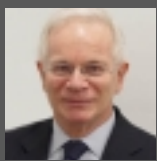
ans, devra être remplacée par une approche plus dynamique, préconisant par exemple une révision annuelle.

Il est intéressant d'examiner le capital-investissement dans ce contexte, puisqu'il s'agit par défini-

“ L'importance des capitaux captifs actuellement investis sur le marché du capital-investissement suscite déjà une demande de liquidité anticipée. ”

tion d'une classe d'actifs très peu liquide, la durée de l'investissement étant de dix ans ou plus. L'importance des capitaux captifs actuellement investis sur le marché du capital-investissement suscite déjà une demande de liquidité anticipée – le marché secondaire apportant une solution – et cette tendance ne peut que s'accroître du fait d'une approche plus active de la part des investisseurs institutionnels en matière d'allocation d'actif et de gestion de portefeuille.

Le marché secondaire du capital-investissement – schématique-



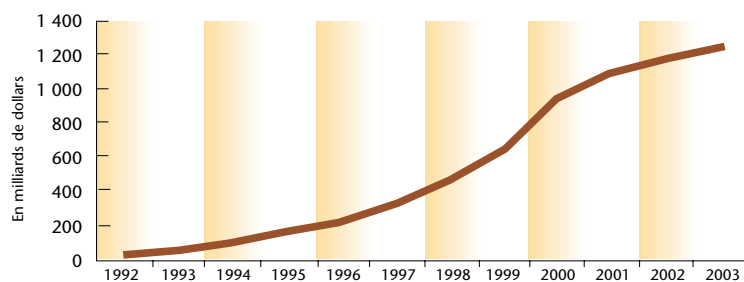
**DENIS MORTIER**  
Associé  
Coller Capital

ment, le marché sur lequel les investisseurs institutionnels revendent leurs portefeuilles de capital-investissement – existe depuis dix ou vingt ans, mais n'a véritablement pris son plein essor que ces dernières années. Au cours des sept années de 1991 à 1997, les fonds secondaires ont levé un total de 3,1 milliards d'euros, montant qui a été dépassé en 2002 et 2003, où au moins 3,5-4 milliards d'euros ont été levés pour des transactions secondaires (dont 2,1 milliards d'euros pour le quatrième fonds de Coller Capital).

La dynamique qui sous-tend le développement du marché secondaire du capital-investissement n'a pas toujours été bien comprise. Selon certains observateurs extérieurs, il s'agit là d'un phénomène temporaire, qui s'est développé parce que les investisseurs imprudents de la bulle internet sont obligés de vendre à bas prix leurs portefeuilles de participations. Suivant leur raisonnement, ce marché est donc voué à disparaître avec le besoin qui l'a fait naître.

Or, cette opinion ne reflète pas la réalité du marché secondaire, ni celle du marché primaire. En effet, le marché du capital-investissement est devenu un gigantesque marché mondial, dont les caractéristiques sont cependant très diffé-

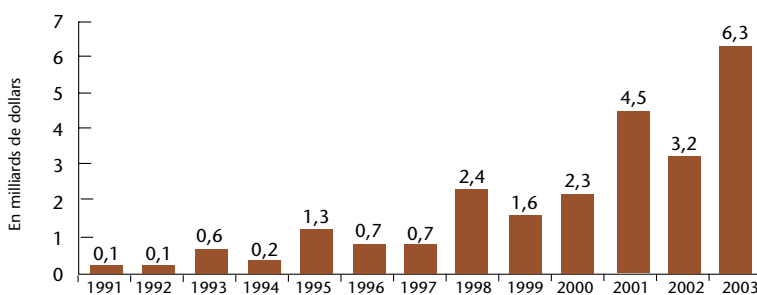
## 1. Montants cumulés des fonds de capital-investissement à travers le monde



Fonds cumulés en capital-investissement excluant l'actif figurant au bilan.

Source : Venture Economics.

## 2. Capitaux levés par les fonds secondaires à travers le monde



Source : Thomson Financial.

rentes selon les régions et les types d'investisseurs. Ainsi, en France et plus généralement en Europe, les principaux investisseurs en capital-investissement sont les banques, alors qu'aux États-Unis ce sont les fonds de pension, et en Asie, les sociétés. Bien évidemment, ces divers intervenants ont des motiva-

tions différentes pour investir en capital-investissement ou revendre rapidement tout ou partie de leurs portefeuilles.

En fait, les ventes forcées sont relativement rares sur le marché secondaire. Les investisseurs cèdent leurs participations pour de multiples raisons : rééquilibrage

de leurs portefeuilles tenant compte des fluctuations des marchés organisés, réaction aux opérations capitalistiques affectant leur propre branche d'activité, obtention de liquidités destinées à être investies dans de nouveaux fonds ou à financer de futurs appels en capital, ou, en particulier dans le cas des banques, retrait complet de cette classe d'actifs, que ce soit pour satisfaire aux ratios d'adéquation du capital Bâle II, ou aux nouvelles normes IASC, ou réduire la volatilité des rendements ou se recentrer sur leur cœur de métier.

Bien entendu, la possibilité de céder un portefeuille n'est que l'une des opportunités offertes par le marché secondaire, celui-ci permettant également d'investir dans un autre segment du marché du capital-investissement.

#### QUELS SONT LES ATTRAITS DU MARCHÉ SECONDAIRE ?

À la base, le marché secondaire offre aux investisseurs le même avantage que le secteur du capital-investissement dans son ensemble, à savoir la possibilité de surperformer les marchés boursiers. Mais il ne s'agit là que d'une vision parcelaire, car les caractéristiques du couple risque/rendement du marché secondaire diffèrent quelque peu de celles des fonds de capital-investissement traditionnels.

En principe tout au moins, le marché secondaire offre un profil de risque moins élevé et un retour sur investissement plus rapide que le marché primaire. Cela s'explique par le fait que les acheteurs secondaires prennent des positions dans des fonds plusieurs années après leur lancement, quand les actifs sous-jacents ont fait la preuve de leur qualité (ou de leur médiocrité), et parce que les risques spécifiques au capital-investissement se manifestent princi-

palement au début de la vie des fonds. De ce fait, les portefeuilles négociés sur le marché secondaire ont déjà subi la loi de la sélection naturelle et vu leurs actifs les plus faibles éliminés.

S'agissant d'un marché encore jeune, il est sans doute trop tôt pour tirer des conclusions générales sur la performance globale du marché secondaire. Il est clair néanmoins que les investisseurs institutionnels n'ont pas été déçus par les rendements obtenus, puisque jusqu'à ce jour, les acteurs de qualité sur le marché secondaire n'ont eu aucune difficulté à boucler leurs tours de table successifs.

#### QU'EN EST-IL DE L'AVENIR ?

Le secteur du capital-investissement dans son ensemble continue d'évoluer. Face à des investisseurs de plus en plus sophistiqués, la demande de mandats spécialisés et d'offres différenciées va croissant. Il est intéressant d'observer l'apparition d'une segmentation similaire sur le marché secondaire : les acteurs de petite taille prospèrent grâce à leurs relations locales ou à des mandats spécialisés (comme la souscription de fonds relativement

**“ Le marché secondaire offre un profil de risque moins élevé et un retour sur investissement plus rapide que le marché primaire. ”**

jeunes), les sociétés de taille moyenne couvrent plusieurs marchés nationaux, et une poignée seulement d'acteurs d'envergure mondiale est capable en outre de mettre en place des transactions complexes, pouvant représenter jusqu'à 500 millions d'euros, voire même davantage.

Il ne fait aucun doute que l'innovation se poursuivra au niveau

du type et de la structure des transactions sur le marché secondaire. À titre d'exemple, l'acquisition en 2001 par Coller Capital d'un portefeuille de participations détenu par Lucent et issu de la politique d'essaimage des Bell Labs, a donné naissance à un marché secondaire des participations directes.

Il est certain qu'au cours des prochaines années, le capital-investissement en général, et le marché secondaire en particulier, susciteront un intérêt croissant. On peut donc s'attendre à une intensification de la concurrence entre investisseurs pour souscrire les meilleurs fonds secondaires, tout comme ce fut le cas sur le marché primaire.

Mais le point le plus important est probablement l'effet bénéfique d'un marché secondaire solide sur le marché du capital-investissement dans son ensemble, qui devrait se manifester de trois façons.

Premièrement, comme c'est le cas dans d'autres secteurs, le marché secondaire du capital-investissement contribuera à améliorer la liquidité du marché primaire, ce qui accentuera encore l'attrait du capital-investissement en tant que classe d'actifs.

Deuxièmement, il permettra aux investisseurs institutionnels entrant dans la classe d'actif du capital-investissement, ou y accroissant fortement leur allocation, de bénéficier d'emblée d'une large diversification de fonds levés antérieurement, de l'impact favorable sur les résultats proches contrebalançant l'effet de courbe en J des investissements nouveaux dans les fonds primaires et de retour de liquidités rapides.

Troisièmement, il permettra aux investisseurs institutionnels qui recherchent une approche plus dynamique de l'allocation d'actifs et de la gestion de portefeuille de se recentrer sur les fonds les plus performants de leurs portefeuilles, améliorant ainsi l'efficacité du marché du capital-investissement dans son ensemble. ■