

Les secondaires en infrastructure : un point d'entrée stratégique

Les transactions secondaires en infrastructure permettent d'accéder à des actifs déjà opérationnels, dont la performance et les caractéristiques sont pleinement visibles. Cette approche offre la possibilité de construire de manière efficace un portefeuille diversifié et mature, tout en bénéficiant de plusieurs avantages structurels : une meilleure visibilité sur les flux de trésorerie, une réduction du risque lié au déploiement du capital, une mise au travail immédiate des capitaux investis et des distributions potentiellement plus rapides.



Frédéric Mayunga

Investment Professional, SFP Infrastructure Partners



Thomas Heran

Client Relationship Manager, SFP Group

L'infrastructure est désormais reconnue comme une classe d'actifs à part entière dans l'allocation, particulièrement face aux incertitudes macroéconomiques et géopolitiques. Sa notoriété s'explique par sa capacité à générer des flux de trésorerie stables à long terme et à offrir une performance résiliente à travers les cycles économiques. Cette résilience repose sur la nature de l'infrastructure, qui fournit des services essentiels tels que le transport d'électricité, l'approvisionnement en eau, les réseaux de transport et la connectivité numérique, dont dépendent ménages et entreprises, quelles que soient les conditions économiques. Ces caractéristiques structurelles (prévisibilité, faible corrélation avec les marchés, caractère défensif et contracyclique) expliquent l'attrait croissant de l'infrastructure chez les investisseurs à long terme. À titre d'exemple, environ la moitié des caisses de pension suisses sont désormais investies dans cette classe d'actifs, contre seulement 15% il y a une dizaine d'années.

Deux options principales s'offrent aux investisseurs : le marché primaire, qui consiste à s'engager dans un fonds lors de sa création, et le marché secondaire, qui vise l'acquisition de parts dans des fonds existants ou d'actifs déjà opérationnels.

La distinction peut être illustrée simplement

Investir sur le marché primaire revient à engager un architecte pour construire une maison. Vous faites confiance à son expertise, à sa vision et à sa capacité d'exécution, mais vous ne connaissez pas encore précisément la configuration finale ni le résultat définitif. Il s'agit d'un investissement fondé sur une stratégie et un plan d'affaires, un engagement « blind pool » dont la performance dépendra de décisions futures.

À l'inverse, le marché secondaire s'apparente à l'achat d'une maison déjà construite et habitée. Vous pouvez analyser le quartier, examiner l'historique des charges, vérifier l'état du toit et évaluer la qualité de la construction. Autrement dit, vous investissez dans un actif existant, dont les caractéristiques et les performances sont observables.

Sur le marché secondaire, vous n'achetez pas une promesse ou un business plan, mais un actif opérationnel générant déjà des flux de trésorerie. Les clients sont identifiés, l'environnement réglementaire est connu et l'équipe de gestion est en place. Plutôt que de parier sur des décisions d'investissement futures, vous sélectionnez des actifs déjà constitués et performants.

Le marché secondaire

Le marché secondaire est apparu dans le private equity au cours des années 1980 afin d'apporter de la liquidité à une classe d'actifs historiquement illiquide. À l'origine, les transactions secondaires consistaient principalement en l'achat ou la vente de parts de fonds détenues par des investisseurs existants (Limited Partners) : les transactions dites « LP-led ».

Dans ce schéma, un investisseur souhaitant céder sa participation dans un fonds pouvait la vendre à un acteur secondaire, permettant ainsi une sortie anticipée sans attendre la liquidation programmée du véhicule.

Au fil du temps, le marché s'est sophistiqué et a évolué pour inclure des transactions initiées par les sociétés de gestion elles-mêmes (General Partners), dites « GP-led ». Dans ce cas, le gérant restructure ou prolonge la détention d'un ou plusieurs actifs au sein d'un nouveau véhicule, offrant aux investisseurs existants une option de liquidité, tout en permettant à de nouveaux investisseurs d'accéder à des actifs sélectionnés.

Ces opérations donnent souvent accès aux meilleurs actifs du portefeuille d'un gérant : les « trophy assets », dont la qualité opérationnelle est démontrée. Elles peuvent aussi intervenir lorsqu'un ou plusieurs actifs présentent encore des leviers de création de valeur ou un potentiel d'optimisation restant à exploiter.

Le marché primaire d'aujourd'hui constitue le marché secondaire de demain

Depuis son institutionnalisation au début des années 2000, l'infrastructure est devenue l'une des classes d'actifs à la croissance la plus rapide. La maturation des fonds primaires alimente un univers croissant d'opportunités secondaires, alors que la liquidité devient un enjeu stratégique dans une classe d'actifs autrement illiquide.

Bien que le marché secondaire croisse fortement (taux de croissance annuel composé de 26% sur la période 2014-2025 selon Campbell Lutyens 2025), les levées de fonds pour les transactions secondaires en infrastructure n'atteignent que huit milliards USD (contre un volume de transactions de 25 milliards USD). De notre point de vue, cet écart est encore plus important si l'on considère le segment des petites et moyennes capitalisations (small to mid-market).

Caractéristiques clés

Les transactions secondaires en infrastructure se sont ainsi imposées comme un moyen particulièrement attractif d'accéder à la classe d'actifs. Elles offrent une plus grande flexibilité dans la construction du portefeuille et la possibilité d'investir à des valorisations attractives, notamment dans des phases où la liquidité est rare.

Leur capacité à réduire le risque de « blind pool », à accélérer le déploiement du capital et à générer des distributions plus précoces les rend particulièrement pertinentes dans des environnements incertains ou volatils.

Elles permettent également d'éviter la traditionnelle courbe en J, propre aux marchés privés, où une première phase d'investissement et un délai sont nécessaires avant la génération de flux de trésorerie.

À l'inverse, les investissements secondaires portent sur des actifs matures, déjà opérationnels et générateurs de revenus. Grâce à des historiques de performance établis et à des périodes de détention plus courtes, les investisseurs bénéficient d'un déploiement plus rapide du capital, d'une meilleure visibilité sur les flux de trésorerie futurs, d'un profil de risque réduit et d'une génération de revenus plus rapide.

Small/Mid-cap vs Large-cap

Les fonds mid-cap achètent généralement des actifs à des valorisations d'entrée plus attractives, notamment des entreprises familiales ou détenues pour la première fois par un fonds, offrant des opportunités significatives de création de valeur. Historiquement, la croissance de l'EBITDA a été le principal moteur de valeur dans ce segment, tandis que les fonds large-cap ont davantage compté sur l'expansion des multiples et l'effet de levier.

De plus, le marché montre aujourd'hui des signes de reprise, mené par les exits du segment mid-cap, où les actifs disposent d'un univers d'acheteurs plus large. À l'inverse, les fonds large-cap peuvent avoir déjà fortement développé un actif et, de ce fait, rencontrer des difficultés à trouver des acquéreurs sur ce segment du marché.

Fonds fermés vs fonds ouverts

Une distinction doit être faite quant aux différentes structures existantes.

Les closed-end funds (fonds fermés) fonctionnent avec une durée de vie prédéfinie, généralement de dix à douze ans. Le capital est engagé à l'avance, puis appelé progressivement au fil des investissements réalisés par le fonds. Les souscriptions sont bloquées pendant toute la durée du véhicule et la liquidité n'intervient qu'au rythme des cessions d'actifs. Historiquement, cette structure a constitué le format dominant dans les marchés privés.

En parallèle, les evergreen funds (fonds ouverts) ont gagné en popularité ces dernières années. Ces derniers offrent une liquidité périodique et sont ouverts aux souscriptions et aux rachats. Ils sont alimentés en capital progressivement, au rythme des souscriptions des investisseurs.

Cette structure ouverte génère une pression continue afin de déployer les capitaux récemment collectés, y compris lorsque le nombre d'opportunités est limité ou quand les valorisations sont élevées. Elle implique par ailleurs le maintien d'une poche de liquidité (trésorerie ou instruments assimilés) afin de faire face aux demandes de rachat. Ce phénomène, communément appelé « cash drag », peut conduire à un déploiement moins efficace du capital, susceptible de peser à terme sur la performance globale du fonds.

Par ailleurs, la liquidité offerte demeure strictement encadrée. La plupart des véhicules imposent une période de blocage initiale (lock-up, généralement d'un à trois ans), des pénalités en cas de rachat anticipé, ainsi que des « gates » trimestriels limitant les retraits, souvent plafonnés autour de 5% de la valeur nette d'inventaire (VNI).

Lorsque les demandes de rachat dépassent ces seuils, elles sont reportées aux trimestres suivants, créant potentiellement des files d'attente qui peuvent s'étendre sur plusieurs périodes, en particulier dans des environnements de marché tendus.

Un exemple marquant est celui de certains grands véhicules immobiliers ayant récemment reçu des demandes de rachat supérieures aux seuils fixés. Les mécanismes de limitation des retraits ont alors conduit à un report partiel des demandes sur les périodes suivantes. Plus récemment, des situations comparables ont été observées dans le crédit privé, où certains fonds ont été amenés à suspendre complètement leurs programmes de rachat afin de préserver la stabilité du véhicule.

Dans des cas plus extrêmes, certains acteurs ont été contraints de céder une partie de leur portefeuille afin de restituer du capital aux investisseurs, dans des conditions potentiellement sous-optimales.

Ces épisodes mettent en évidence la complexité que représente la détention d'actifs intrinsèquement illiquides au sein d'une structure ouverte : l'équilibre est difficile à atteindre, et il convient d'arbitrer en permanence entre le maintien d'un niveau de liquidité suffisant et le déploiement efficace des capitaux.

Pour conclure

Les transactions secondaires en infrastructure se sont imposées comme un point d'entrée attractif pour les investisseurs recherchant une exposition à des actifs adossés à des services essentiels, particulièrement résilients dans un environnement macroéconomique volatil. Alors que le modèle traditionnel 60/40 (actions/obligations) est de plus en plus remis en question, les actifs réels ont démontré leur robustesse au cours des dernières décennies et constituent désormais une composante clé de l'allocation stratégique.

Dans ce contexte, les stratégies secondaires offrent un moyen efficace d'accéder aux actifs réels, désormais considérés comme un pilier stratégique des portefeuilles institutionnels.

Qui sommes-nous ?

SFP Infrastructure Partners (SFP IP) est une société d'investissement basée à Zurich exclusivement dédiée aux investissements secondaires d'infrastructure, ce qui en fait l'un des rares acteurs mondiaux dotés de cette spécialisation dédiée. Fondée par trois anciens de Partners Group possédant une longue expérience dans le secteur des infrastructures, SFP IP fait partie du groupe Swiss Finance & Property, une plateforme d'actifs réels gérant plus de 18 milliards de CHF et employant plus de 120 collaborateurs. En tant que membre de cette plateforme, SFP IP offre aux investisseurs un accès à des actifs d'infrastructure de haute qualité dans le monde entier.

Plus d'informations sur
www.sfpinfra.com



SFP Infrastructure Partners