



## Dettes privées : la fin de l'âge d'or ?

À la suite de la crise financière de 2008, les autorités américaines ont mobilisé plusieurs centaines de milliards de dollars pour stabiliser le système financier. La réponse réglementaire a été immédiate : la loi Dodd-Frank Act, promulguée en 2010, a profondément renforcé les contraintes pesant sur les banques, notamment en matière de fonds propres et de liquidité.

### Naissance et développement du marché de la dette privée

Cette évolution a mécaniquement réduit leur capacité à financer certaines opérations, en particulier les acquisitions à effet de levier (LBO). Moins de crédit signifie moins d'opérations de LBO. Les sociétés de gestion de fonds de private equity ont saisi l'opportunité. Elles ont créé des fonds de dette privée qui collectaient de l'argent auprès d'investisseurs, institutionnels dans un premier temps, afin de financer ces opérations LBO. Ces fonds de dettes privées n'étaient pas contraints comme les banques par la loi Dodd-Frank.

Les sociétés de gestion étaient doublement gagnantes : elles pouvaient continuer à financer comme avant leur activité de « private equity » et elles créaient une nouvelle source de revenus, le « private lending ».

Cette activité de dette privée, très minoritaire au début des années 2010, représente aujourd'hui l'essentiel des encours de certains mastodontes mondiaux du non coté : Blackstone, Apollo, Ares.

Les investisseurs institutionnels ne suffisant pas, les sociétés de gestion ont levé de l'argent auprès d'une clientèle de particuliers au moyen de véhicules créés en 1980 par le législateur américain, à l'origine pour financer les petites entreprises américaines, les BDC (Business Development Companies). Il en existe deux types. Les premiers sont cotés (« Traded BDC »). Leur valeur évolue en fonction de l'offre et de la demande. Les seconds ne sont pas cotés. La liquidité est gérée sur la base de la valeur d'actif net (défini par la société de gestion) en fonction d'une part, de l'offre et de la demande de souscription, et d'autre part, des réserves financières disponibles au sein du BDC (un peu comme nos bonnes vieilles SCPI à capital variable). Généralement, les sociétés de gestion prévoient que les investisseurs souhaitant vendre leurs BDC peuvent le faire trimestriellement dans une limite de 5 % de l'encours (le « gate »).

Le marché de la dette privée est aujourd'hui devenu incontournable pour financer les entreprises américaines. Il est estimé comparable aux prêts à effet de levier (« leveraged loans ») et aux « junk bonds » (1.500 milliards de dollars environ).

### **Les fragilités du modèle**

Pour gonfler le rendement de ces fonds de dette privée, les gérants ont eu recours à de la dette ... bancaire. Cette dette représente environ la moitié des encours des fonds. Le rendement est dopé par le fait que les banques, qui s'estiment bien couvertes, prêtent moins cher aux fonds que les fonds ne prêtent aux entreprises.

Autre facteur de fragilité, pour doper encore le rendement, les entreprises peuvent dans certains cas reporter le paiement de leurs frais financiers à la fin de la durée du crédit (« Payment in Kind » - PIK) avec le risque qu'en cas de défaillance, elles ne payent ni intérêt, ni capital.

### **Les premières fissures**

La situation a commencé à se détériorer à la fin de l'année 2025. Deux défaillances notoires, Tricolor et First Brands, certes injustement attribuées par la presse financière aux fonds de dette privée, ont mis en évidence une dégradation de la solvabilité des entreprises après la remontée des taux de 2022.

Le marché du « private equity » s'est lui aussi grippé. Les fonds qui avaient acheté, très cher, des sociétés lorsque les taux étaient proches de zéro, ne peuvent céder ces entreprises aujourd'hui sauf à encaisser une forte moins-value. Elles préfèrent les conserver le plus longtemps possible, ce qui pose le problème du refinancement de la dette.

Dernier élément, les progrès fulgurants réalisés par les systèmes d'intelligence artificielle font craindre une perte de compétitivité pour les sociétés spécialisées dans le logiciel. Cela tombe mal. Elles représentaient plus d'1/3 des encours des fonds de dette privée.

Les chiffres ne sont pas rassurants. Les 25 opérations de LBO les plus importantes de 2019 à 2022 ont été négociées sur la base d'une valeur d'entreprise égale à 9 fois le chiffre d'affaires. Aujourd'hui, le marché est redescendu à 3 fois. La médiane des entreprises de logiciels US est endettée à hauteur de 8 fois le résultat d'exploitation. La moitié d'entre elles ont des flux de trésorerie négatifs. Et quand une société de logiciels fait faillite, il n'existe que peu d'espoir de récupérer quoi que ce soit faute d'actifs tangibles.

Ces trois facteurs n'ont pour l'instant pas d'impact direct sur les fonds de dette privée. Ce sont les banques qui se sont brûlées sur Tricolor et First Brands. Les entreprises sous LBO payent leurs frais financiers. Les comptes de résultats ne sont pas encore affectés par les progrès moteurs d'intelligence artificielle.

### **Une mécanique sous pression**

Mais les investisseurs, surtout les épargnants particuliers, ont commencé à prendre peur. A mesure que la presse financière relatait la montée des risques, les demandes de remboursement se sont multipliées. Pour les « Traded » BDC, cela s'est traduit par une baisse des prix, de 20 à 25 % en moyenne jusqu'à 50 % dans des cas extrêmes. Pour les « Private » BDC, les demandes de remboursement ont dépassé le seuil de 5 %. Certaines sociétés de gestion (Blackrock, Apollo) ont appliqué les règles et gelé les remboursements. D'autres (Blackstone, Oaktree) ont injecté du cash pour assurer la liquidité même au-delà de 5 %, espérant ainsi envoyer au marché un signal de confiance sur la valeur des actifs sous-jacents. Le fonds le plus médiatisé est un BDC géré par Blue Owl. La société de gestion a d'abord accepté de rembourser en dehors des « gates » jusqu'à devoir y renoncer submergée qu'elle était par l'afflux de demandes.

Ce qui est certain aujourd'hui, c'est que la valeur des fonds de dette privée définie par les gérants n'est plus du tout en phase avec les estimations des porteurs de parts.

### **Un risque de contagion financière ?**

Les autorités réglementaires se sont, naturellement, inquiétées de l'apparition d'un nouveau risque « systémique » pour le système financier américain. Ce risque se concrétise lorsque, par un effet de dominos, les difficultés se propagent d'un pan du secteur financier à un autre (comme en 2008 lorsque les banques refusaient de se prêter entre elles).

Nous n'en sommes pas là. Si le secteur de la dette privée rentre bientôt dans une période de turbulences, il y aura bien des victimes mais pas de propagation au cœur, bancaire, du système financier.

Les premières victimes seront les porteurs de parts des fonds de private equity dans un premier temps (ceux qui se sont endettés) et de BDC par la suite.

Les secondes victimes seront les sociétés de gestion ayant le plus profité du développement des fonds de dette privée. La valeur des actifs sous gestion se rétractera naturellement. Par ailleurs, leur ambition de profiter de la « démocratisation » du non coté, facilité par l'administration américaine, sera également largement freinée. Les sociétés de gestion cotées, ont perdu plus d'1/4 de leur valeur depuis le début de l'année.

Les troisièmes victimes seront les assureurs. La consanguinité entre les sociétés de gestion et les assureurs s'est renforcée au fur et à mesure du développement du marché de la dette privée. La logique est simple : comme les assureurs ont des horizons d'investissement assez longs, ils peuvent consacrer une part importante de leurs placements à des supports relativement illiquides. Ils bénéficieront ainsi de la prime d'illiquidité. Apollo avait montré la voie en 2009 en rachetant la société d'assurance Athene. Aujourd'hui, les grandes sociétés de gestion sont liées à des assureurs soit par des participations en capital, soit par des accords commerciaux et financiers.

En pratique, les assureurs investissent directement dans des fonds de dette privée au moyen de type CLO qui agrègent les encours avec plusieurs tranches de risque ou indirectement au travers de deux mécanismes, les « Rated Note Feeders » et les « Collateralised Fund Obligations » (CFO). La valorisation de ces véhicules reste opaque et pourrait coûter cher en cas de dégradation des conditions de crédit.

Par ailleurs, le contexte financier dans lequel les assureurs évoluent aujourd'hui s'est complexifié. Ils recourent de plus en plus fréquemment à des arrangements financiers avec des centres financiers offshore et ont accru le recours aux produits dérivés.

Cela pourrait ressembler aux difficultés rencontrées par certains assureurs en 2008 (AIG avait dû être nationalisé) mais les sommes en jeu ne semblent pas suffisantes pour mettre en péril le système financier américain.

Les banques enfin seraient impactées en cas de détérioration de la situation. Elles ont prêté aux fonds de dette privée et aux assureurs. Mais, pour les premiers, elles sont couvertes à hauteur d'environ 50 %. Cela n'interdit pas les défaillances mais en limite la portée. Leurs engagements sont beaucoup plus conséquents, et risqués, sur les hedge funds.

### **Le marché européen : un marché plus jeune, mais plus discipliné**

En Europe, le développement de la dette privée s'est inscrit dans un tempo différent. Plus tardif, plus progressif, il s'est construit à l'abri d'un cadre réglementaire plus exigeant et d'une culture financière historiquement plus prudente. Le marché y demeure aujourd'hui d'une taille plus modeste, environ un tiers de son équivalent américain, mais il repose sur des fondations sensiblement différentes.

Là où le modèle américain s'est largement structuré autour du financement d'opérations à effet de levier, le marché européen se caractérise par une plus grande diversité d'emprunteurs et une utilisation plus mesurée du levier. Les investisseurs institutionnels y occupent encore une place prépondérante, et l'accès des particuliers, plus encadré, s'effectue principalement via des enveloppes réglementées telles que l'assurance-vie ou les fonds ELTIF.

Cette approche plus disciplinée, parfois perçue comme un frein à la croissance, constitue aujourd'hui un facteur de résilience. Dans un environnement où les excès passés commencent à apparaître au grand jour outre-Atlantique, elle pourrait bien devenir un avantage compétitif.

Le relatif retrait de certains acteurs américains, conjugué aux besoins croissants de financement des entreprises européennes, ouvre un champ d'opportunités pour les acteurs locaux. Le mouvement de désintermédiation du crédit se poursuit, porté par la recherche de rendement et de diversification de la part des investisseurs.

Pour l'épargnant européen, l'enjeu est d'accéder à des sources de revenus complémentaires, potentiellement plus attractives que celles offertes par les placements traditionnels, en acceptant une part d'illiquidité et une analyse plus fine du risque.

Ainsi, la dette privée européenne s'affirme progressivement comme une classe d'actifs à part entière : moins spectaculaire dans sa croissance, mais plus équilibrée dans sa construction. À condition d'être abordée avec exigence et discernement, elle offre aujourd'hui une combinaison rare de rendement, de résilience et de décorrélation.

Dans ce contexte, le contraste avec le marché américain agit comme un révélateur. Il met en lumière les dérives possibles d'un développement trop rapide, tout en soulignant les vertus d'une montée en puissance plus maîtrisée. Plus que jamais, la discipline d'investissement s'impose comme la clé de lecture essentielle pour naviguer dans ce nouvel environnement.

Nous aborderons ces sujets plus en détail lors de notre prochain webinar, qui se tiendra le **12 mai à 18h30**.

[\*\*Je m'inscris\*\*](#)