

CRÉDIT PRIVÉ, MARS 2026

La symphonie retentit-elle encore ?

À LA RECHERCHE DE L'HARMONIE AU MILIEU D'UN BRUIT CROISSANT

Ouverture

DISTINGUER LA MUSIQUE DU BRUIT

Ces dernières semaines, le marché de la dette privée a été submergé par une vague croissante d'inquiétude. Une série d'événements ponctuels s'est amplifiée pour donner lieu à un discours d'ensemble sur la fragilité systémique. De la « SaaSpocalypse » début février 2026 aux questions relatives à la liquidité, aux rachats et aux mécanismes de limitation des retraits, en passant par le choc géopolitique de fin février au Moyen-Orient, les gros titres se sont multipliés et sont devenus de plus en plus discordants. Pas plus tard que le 12 mars, un journaliste de Bloomberg notait lors du forum « Future of Finance » à Paris, que parmi les cinq articles les plus lus, deux concernaient le conflit au Moyen-Orient et trois le crédit privé.

Pourtant, sous cette cacophonie, de nombreux fondamentaux du crédit privé continuent d'évoluer dans un tempo régulier. Cette note propose une grille de lecture pour distinguer la musique du bruit à travers quatre mouvements, ponctués de quelques pauses. En tant que capital patient, le crédit privé a besoin de temps pour s'épanouir.

Mouvement I

DISRUPTION SAAS / IA : NOUVEAUX INSTRUMENTS, DISSONANCE BRUTALE

L'accélération des annonces autour de l'innovation en IA – en particulier les outils d'automatisation Claude Cowork d'Anthropic – a provoqué une rupture brutale du sentiment à l'égard des modèles économiques SaaS.

Les inquiétudes du marché liées à une possible compression des flux de trésorerie des logiciels d'entreprise induite par l'IA se sont intensifiées. Jefferies a même inventé le terme « SaaSpocalypse ». Ce discours s'est rapidement diffusé d'autant plus vite que de nombreux fonds de dette privée avaient accumulé, au fil des années, une exposition significative aux entreprises de logiciels dans un contexte de valorisations élevées, de fort endettement et d'un environnement favorable aux technologies.

Mais la disruption est inégale :

- **Les plateformes critiques**, fondées sur des données profondes et une logique complexe restent défensives.
- **Les solutions d'interface et de gestion des flux de travail** semblent plus vulnérables au remplacement.

L'IA remet en cause la différenciation à long terme d'une partie des SaaS – mais pas de l'ensemble.

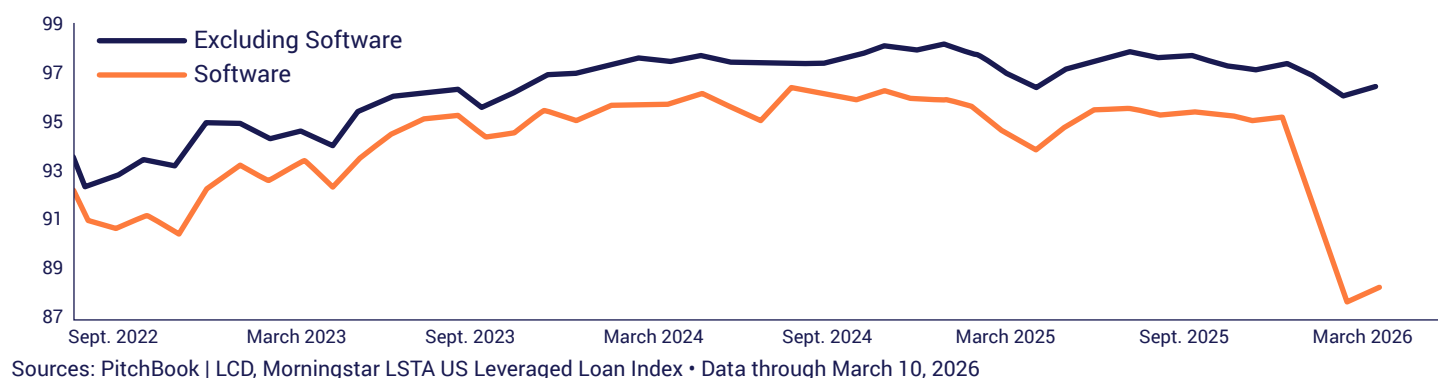
À l'échelle mondiale, les logiciels représentent environ 12 à 13% du marché des prêts syndiqués (« BSL ») et environ 20 à 30% des portefeuilles de dette privée, avec une surpondération aux États-Unis. L'anxiété médiatique a simplement mis en lumière une tendance profonde et de long terme susceptible d'entraîner une divergence durable des performances. Mais, parallèlement aux risques de disruption massive, il existe aussi des opportunités significatives d'intégrer des outils d'IA pour générer des gains de productivité et de performance transformant les entreprises à vocation technologique.¹

L'enjeu porte également sur le mur de refinancement de 40 milliards de dollars pour des crédits relatifs aux logiciels et de faibles notations, qui ont subi de fortes baisses de leurs valorisations boursières dans ce contexte de disruption liée à l'IA. En 2021 et 2022, la reprise post-Covid avait été marquée par un pic des transactions dans le secteur des logiciels, tant sur le marché intermédiaire que sur celui des grandes capitalisations, et les entreprises sous-performantes présentant des ratios LTV élevés pourraient avoir du mal à trouver preneur ou se refinancer.

¹ Bloomberg, « Le pari du crédit privé sur les logiciels est encore plus important qu'il n'y paraît », 12 février 2026

Un défi majeur consistera à distinguer les modèles économiques rentables, générant des flux de trésorerie récurrents et prévisibles, des entreprises plus spéculatives qui s'appuient sur des revenus annuels récurrents (ARR) pour justifier leur demande de crédit. La concurrence et les pressions liées au déploiement ont poussé certains prêteurs (directs) à faire des compromis et à financer ces crédits à des conditions similaires à celles des transactions traditionnelles, pour un risque de type capital-risque. La perception d'un ratio LTV relativement faible, soutenue par des valorisations gonflées, a remplacé la sécurité des indicateurs de flux de trésorerie tangibles (tels que les ratios de couverture des intérêts et des charges fixes), conduisant à des structures de financement dysfonctionnelles dès leur création. Certaines entreprises financées par le crédit privé ont été valorisées jusqu'à 20x leur chiffre d'affaires et non pas sur la base d'un EBITDA fondé sur l'ARR – encore négatif –, durant la période de taux bas. L'essor de l'IA est en train de redéfinir la dynamique concurrentielle et oblige à réévaluer ces multiples.

WEIGHTED AVERAGE BID PRICE OF PERFORMING LOANS



L'orchestre ne suivait plus la partition et s'est désormais lancé dans ses propres improvisations pour trouver la bonne mélodie.

Mouvement II

LIQUIDITÉ & GATING : UN CHANGEMENT RAPIDE DE TEMPO

Les inquiétudes liées à la liquidité se sont accélérées lorsque plusieurs fonds fortement exposés au secteur des logiciels, directement ou indirectement, ont commencé à enregistrer une hausse des demandes de rachat.

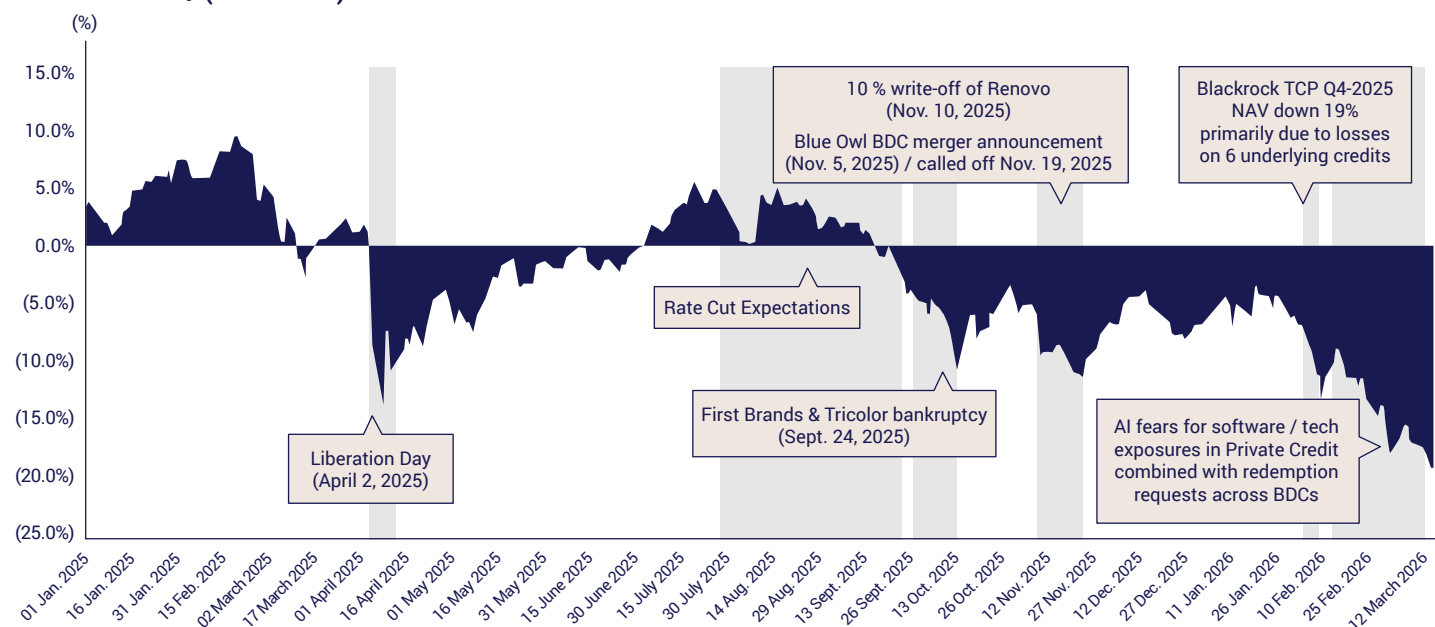
La situation s'est cristallisée lorsqu'un gestionnaire d'actifs américain s'est retrouvé au centre de l'attention médiatique. Face à des demandes de retrait record, la société a procédé à la vente de **1,4 milliard de dollars d'actifs**, principalement des prêts de premier rang, senior et garantis, à environ **99,7% de leur valeur nominale** – une quasi-validation des valeurs comptables. La direction a présenté ces ventes comme une opportunité de réduire le risque de concentration et d'offrir une liquidité plus rapide aux investisseurs². Néanmoins, les gros titres ont amplifié l'inquiétude :

- Les limites de rachat trimestrielles sont généralement de 5%, avec la possibilité de les porter à 7% à la discrétion des gestionnaires. Dans ces cas, certaines sociétés ont choisi de rembourser intégralement les rachats. Une société de gestion a par exemple engagé son bilan et appelé ses employés à investir une somme importante (environ 400 millions de dollars) pour montrer leur alignement d'intérêts avec les investisseurs tiers et contribuer à couvrir les demandes, tandis qu'il a été rapporté que d'autres fonds ont satisfait environ la moitié des demandes de rachat.

² La confiance a été mise à l'épreuve à la fin de l'année dernière lorsqu'un BDC non coté, l'OBDC II de Blue Owl, a connu une forte hausse des demandes de rachat. Pour répondre à la demande de liquidité sans « gating » des investisseurs, Blue Owl a tenté de le fusionner avec son fonds coté plus important, OBDC – une décision controversée, les investisseurs d'OBDC II devant supporter une décote d'environ 20% compte tenu du rabais d'OBDC coté par rapport à sa valeur liquidative. La fusion a été abandonnée et Blue Owl a annoncé la reprise des rachats au T1 2026. Toutefois, elle a récemment indiqué qu'elle suspendait définitivement les rachats d'OBDC II et entamait la liquidation du fonds, avec l'intention de distribuer jusqu'à 30% de l'actif net aux investisseurs. Elle a cédé 600 M\$ d'actifs d'OBDC II à de nouveaux investisseurs, dans le cadre d'une cession plus large totalisant 1,4 Md\$.

- Conjuguées à des craintes plus générales concernant la qualité du crédit privé, les actions des BDC cotées en bourse ont également connu de fortes baisses, s'échangeant dans certains cas avec des décotes significatives par rapport à leur valeur liquidative.

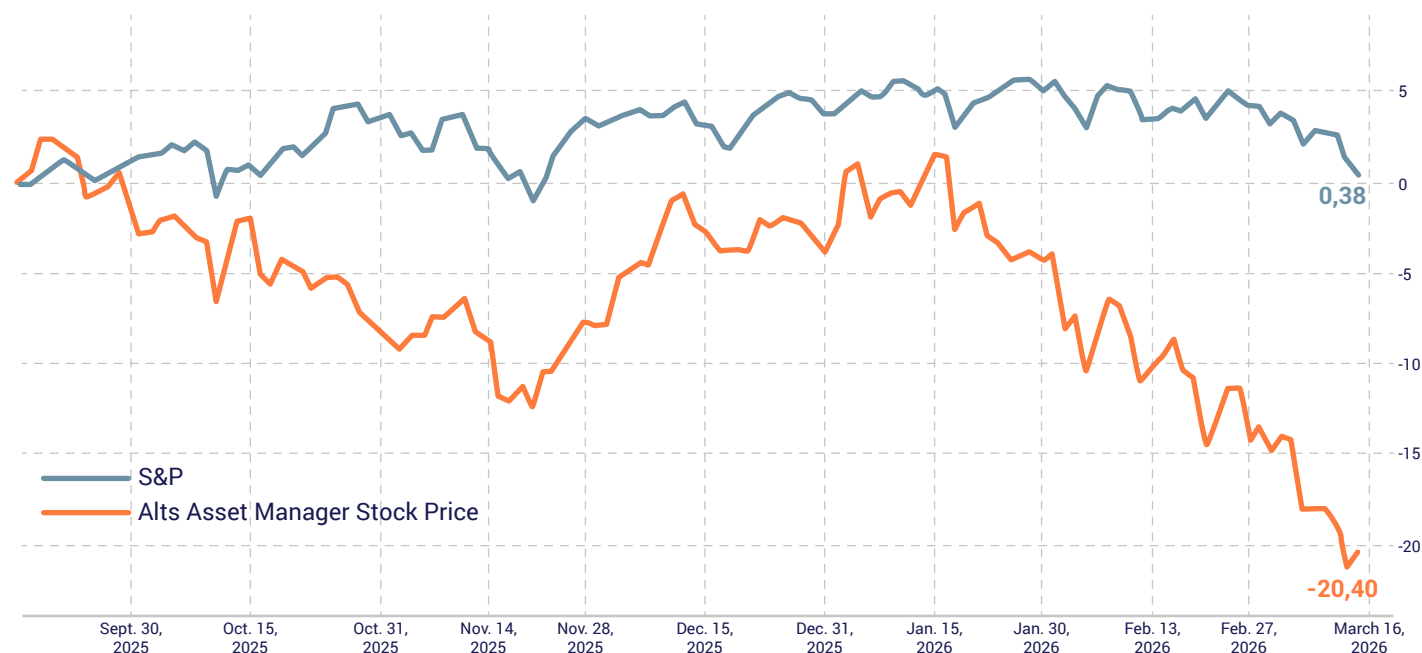
BDC PREMIUM / (DISCOUNT) TO NAV



Source: Bloomberg, CWDBC Index as of 13 March 2026. The index represents data from 41 constituent BDCs

- Ces événements ont, à leur tour, entraîné une baisse progressive des cours des actions des gestionnaires d'actifs cotés. Les marchés publics ont réagi rapidement. Par rapport à leurs récents sommets, les gestionnaires d'actifs alternatifs cotés ont subi une réduction cumulative de près de 270 milliards de dollars de leur capitalisation boursière en seulement quelques semaines (de février à mi-mars 2026).

ALTERNATIVE ASSET MANAGERS STOCK PRICE, INDEX ALTS/ S&P



Source: Bloomberg as of 16 March 2026. Last 6 months rebased at 100.

Derrière ces réactions se cache un problème structurel : **l'inadéquation entre des fonds commercialisés comme des véhicules offrant une liquidité périodique et des actifs illiquides des marchés privés, davantage adaptés à un capital patient.**

Les régulateurs, les organismes d'évaluation et les observateurs de la stabilité financière ont réitéré des préoccupations de longue date concernant :

- l'hétérogénéité des méthodologies d'évaluation,
- le risque de défauts « cachés »,
- le manque de transparence,
- et la gouvernance des mécanismes de rachat.

Ces problématiques ont pris une importance accrue aux États-Unis, compte tenu de la profondeur et de la maturité du marché des BDC. Le système a néanmoins absorbé le choc. Les véhicules de continuation, les marchés secondaires et des politiques de *gating* ordonnées ont peut-être contribué à éviter des ventes forcées rappelant l'ère de la crise financière mondiale.

Une approche plus prudente en Europe, tant sur les métriques de souscription de crédit (tels que les ajustements et les « *addbacks* » aux définitions financières) que du côté du passif, avec un effet de levier limité, a permis de résister, dans une certaine mesure, aux perceptions plus négatives.

Mouvement III

GÉOPOLITIQUE : DISSONANCE EN PROVENANCE DU MOYEN-ORIENT

L'escalade soudaine du conflit impliquant l'Iran, les États-Unis, Israël et des acteurs régionaux au Moyen-Orient a introduit une nouvelle source de volatilité. L'impact est à la fois **direct** et **indirect** :

- la hausse des prix du pétrole et le regain de pressions inflationnistes mettent à rude épreuve les entreprises les plus fragiles,
- les écarts de souscription s'élargissent à mesure que la visibilité transfrontalière se détériore,
- les flux de capitaux provenant des investisseurs du Moyen-Orient – autrefois de fervents partisans des marchés privés – sont confrontés à l'incertitude.

Le risque géopolitique est désormais un thème intégral de la souscription et du suivi des portefeuilles. La présente note étant axée sur la gestion de la dette privée, nous ne nous attarderons pas plus longtemps sur ces impacts.

Mouvement IV

FONDAMENTAUX DU CRÉDIT : D'UN CLIMAT ANIMÉ À UNE AMBIANCE PLUS SOMBRE

Les faillites récentes et la hausse des indicateurs de tension, tels que l'utilisation accrue du PIK (qualifié de « mauvais PIK » lorsqu'il n'est pas prévu dans la documentation initiale) et des taux de défaut « proxy » plus élevés, qui tiennent compte des amendements aux prêts, reflètent des conditions de fin de cycle, lorsque l'appétit pour le risque (et une certaine complaisance) se heurte à un environnement économique plus contraignant. L'impact s'est concentré sur les millésimes 2021 et 2022, période depuis laquelle l'inflation, la hausse des taux d'intérêt, les droits de douane et l'incertitude géopolitique ont sapé la croissance, comprimé les marges et augmenté les coûts de financement.

Les biais humains de « fréquence » et de « négativité » orientent la couverture médiatique, les exceptions étant perçues comme la règle.

Mais les fondamentaux restent globalement positifs :

- **Les indices actions des marchés privés** continuent d'afficher des rendements positifs tirés par la performance plutôt que par les notations.

- **79,1% et 68,8% des entreprises européennes ont vu leur chiffre d'affaires et leur EBITDA sur douze mois (LTM) progresser**, avec des taux de croissance respectifs de +7,6% et +6,9%³.
- **Les indices de prêts directs continuent de surperformer le crédit liquide** : l'indice européen des prêts directs senior de Lincoln International était en hausse de 10% en glissement annuel au T3 2025, contre 4,5% pour les prêts à effet de levier⁴.
- **Les indicateurs de stress se concentrent sur les petites entreprises** (EBITDA < 10 M€) et le secteur de la consommation. Les niveaux de watchlist (au sein d'un ensemble d'institutions tierces surveillant plus de 1 000 prêts directs européens) se sont stabilisés autour de 10% (sur la base de valorisations inférieures à 90% du pair)⁴.

Malgré un environnement plus difficile, le crédit privé ne remplit pas actuellement les conditions nécessaires pour déclencher une défaillance systémique :

- **Il n'y a pas eu de détérioration catastrophique des fondamentaux de la classe d'actifs**, d'une ampleur comparable à la baisse de 15% à 20% des prix de l'immobilier aux États-Unis en 2008. Si les taux de défaut *proxy* actuels sur les prêts directs, pouvant atteindre 7,5%, sont supérieurs aux moyennes historiques, les taux de recouvrement devraient se traduire par des taux de perte annualisés moyens plus faibles. Et il convient de rappeler que les marchés des prêts directs n'ont connu qu'une seule année de rendement négatif aux États-Unis (2008) et aucune baisse annuelle en Europe depuis la création du premier indice, fin 2018⁵.
- **Le crédit privé, défini comme le prêt non bancaire de catégorie inférieure à l'*investment grade*, n'est pas suffisamment important pour provoquer une défaillance systémique**. Ce segment est estimé à environ 3 500 Mds\$, soit 5% des entités non bancaires susceptibles de présenter des risques de stabilité financière de type bancaire. Les prêts directs représentent environ 2 100 Mds\$ (3%)⁶.
- **L'interconnexion entre institutions financières exposées au crédit privé est limitée**.
 - Le crédit direct est largement non adossé à de l'effet de levier (dérivant effectivement les expositions bancaires) et financé par des investisseurs institutionnels, à 80% au sein de structures fermées.
 - L'exposition du secteur européen de l'assurance à la dette privée est estimée à 500 Mds€ selon Moody's (13% des portefeuilles totaux). La dette et les prêts d'entreprises représentaient 3,2% (environ 125 Mds€). Avec un ratio de solvabilité (SCR) de 224% à fin 2025, l'excédent par rapport à la couverture cible moyenne de 185% avoisinerait 100 Mds€, soit 8x le montant nécessaire pour absorber une perte notionnelle de 10%⁷.
 - Les banques européennes restent très bien capitalisées avec 1 600 Mds€ de capital CET1 (16,1% des actifs pondérés des risques), soit un excédent de 400 Mds€. Bien qu'il soit difficile de quantifier précisément l'exposition aux prêts directs, nous estimons qu'elle serait tout aussi bien couverte, sans restreindre la capacité de prêt des banques⁸.
 - **L'absence relative d'effet de levier et la nature diversifiée du crédit privé constituent une différence critique par rapport à la crise financière de 2008**, où la baisse des prix de l'immobilier aux États-Unis avait entraîné une perte de 50% sur les prêts subprime (avec des répercussions sur d'autres segments du crédit immobilier, ainsi que sur le crédit à la consommation) et où de multiples couches d'effet de levier avaient amplifié des pertes qui se sont répercutées en cascade sur l'ensemble de l'économie⁹.
 - **Le 11 mars 2026, une nouvelle pièce dans la machine** : un article du Financial Times annonce que les banques de financement s'apprêteraient à marquer à la baisse la valeur des facilités de financement accordées aux fonds de crédit privé. Ce signal d'alerte pourrait amener à réévaluer le risque et les valorisations, et sans doute inciter à limiter, au niveau mondial, le recours au levier dans ces véhicules d'investissement.

3 Webinaire Lincoln International Q4 2025 – Édition européenne (février 2026)

4 Lincoln Private Market Perspectives – Édition européenne (novembre 2025)

5 Données basées sur le Cliffwater Direct Lending Index et le Lincoln European Senior Direct Lending Index (T3 2025)

6 Alternative Credit Council, « Financing the Economy 2025 »

7 Private Debt Investor, « Les assureurs cherchent à accroître leur exposition à la dette privée via des véhicules notés » (juin 2025)

8 Autorité bancaire européenne, « Rapport d'évaluation des risques » (juin 2025)

9 RGE Monitor, « Le spectre de l'insolvabilité technique du système bancaire appelle à une solution globale » (janvier 2009)

Coda

MALGRÉ LA DISSONANCE, L'ORCHESTRE POURSUIT SA PARTITION

Malgré le bruit, plusieurs vérités demeurent :

- **la dispersion des performances va s'accroître**, et la gestion active des portefeuilles – en particulier le *playbook* de restructuration – sera centrale ;
- **les fondamentaux du crédit privé restent solides** : le crédit direct *mid market* conserve des valorisations prudentes et des tendances de défaut gérables ;
- **des opportunités persistent**, à condition que les investisseurs se concentrent sur :
 - une diligence raisonnable, approfondie et rigoureuse – des conditions de transaction attractives ne compenseront jamais une souscription fondamentalement déficiente,
 - des structures senior, de premier rang et à paiement en cash,
 - des ratios prêt/valeur (LTV) modérés,
 - des covenants robustes,
 - et des expositions diversifiées ;
- **l'IA est à la fois une menace et une opportunité** : elle peut mettre certains modèles sous pression, mais elle renforcera aussi les capacités d'origination, d'*underwriting*, de suivi et de création de valeur.

Sous une surveillance constante, les gestionnaires de crédit privé bien établis s'attacheront à affiner leurs stratégies d'investissement afin de s'acquitter au mieux de leurs obligations fiduciaires envers leurs investisseurs.

Plus encore, cela s'accompagnera d'un cadre réglementaire plus intégré, favorisant l'harmonie, une plus grande transparence et un meilleur suivi.

Alors, s'agit-il d'un moment où la musique s'arrête ? Ou simplement d'un moment où l'orchestre doit s'accorder de nouveau avant de jouer une symphonie plus claire ?

L'ensemble de base reste intact. Avec discipline et sélectivité, la dette privée peut encore offrir une performance durable et bien orchestrée.

Une dissonance trop forte a déclenché la recherche de l'harmonie. Le marché a historiquement démontré une capacité d'autocorrection et, à notre avis, continuera très probablement à créer des opportunités permettant de dégager des rendements ajustés du risque attractifs. C'est peut-être le moment où le chef d'orchestre lève son diapason pour redonner le ton et tourner la page des excès du passé. Le tempo sera peut-être plus lent, mais il conviendra de privilégier l'art à la quantité. Les plus forts rendements en crédit privé naissent généralement des conditions les plus exigeantes. Comme le disait Mark Twain, l'histoire ne se répète pas, mais elle rime ; la musique devrait donc reprendre à un tempo plus régulier, sous l'impulsion d'acteurs établis qui ont émergé après la crise de 2008 2009.

De nouvelles opportunités émergent également avec la croissance du marché secondaire de la dette privée, qui pourrait offrir des points d'entrée attractifs en ces périodes de tension.

La nature intrinsèque de la plupart des fonds de dette privée ayant démontré un engagement de long terme envers la classe d'actif devrait éviter le phénomène de « ventes au rabais » observé en 2007 2008, période durant laquelle la plupart des acteurs de long terme n'ont finalement pas rencontré de difficultés significatives. Une dose de patience, une stratégie d'investissement méticuleuse et des compétences intensives en restructuration devraient renforcer la nature du crédit privé, qui est devenu une classe d'actifs incontournable pour l'allocation d'investissement et le financement des entreprises à l'échelle mondiale.

AVERTISSEMENT

Ce document constitue une communication à caractère promotionnel au sens de la réglementation applicable. Il est fourni à titre purement informatif et ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une offre, ou une sollicitation d'offre d'achat d'un produit d'investissement, titre ou service financier. Ce document reflète les vues et opinions de Tikehau Capital à la date de sa publication, lesquelles sont susceptibles d'évoluer sans préavis.

Les informations contenues dans ce document reflètent la situation et l'opinion de l'auteur à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiées sans notification préalable. Certains propos peuvent constituer des déclarations prospectives exposées à des risques et incertitudes significatifs : les résultats réels peuvent différer sensiblement des projections. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

Toutes les données provenant de tiers citées dans ce document proviennent de sources réputées fiables mais n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante. Aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est donnée quant à leur exactitude ou leur exhaustivité.

Ce document s'adresse exclusivement aux investisseurs professionnels ou clients assimilés, tels que définis par la réglementation locale en vigueur. Il n'est pas destiné aux investisseurs de détail ni à la distribution auprès du grand public. La distribution de ce document peut être restreinte dans certaines juridictions : il incombe au destinataire de veiller au respect de toute restriction applicable.